

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES



TESIS DOCTORAL

**La internacionalización de las grandes empresas españolas a
través de adquisiciones (1996-2007).
Creación de valor y resistencia a la crisis.**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Avelino A. Vegas Arranz

Madrid, 2014

**LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS GRANDES EMPRESAS
ESPAÑOLAS A TRAVÉS DE ADQUISICIONES (1996-2007).
CREACIÓN DE VALOR Y RESISTENCIA A LA CRISIS.**

Avelino A. Vegas Arranz

ÍNDICE

THE INTERNATIONALIZATION OF THE LARGEST SPANISH FIRMS THROUGH ACQUISITIONS

(1996-2007): VALUE CREATION AND RESISTANCE TO THE CRISIS..... 9

1. Introduction	9
2. Objectives	9
3. Process of internationalization	10
4. Value creation	11
4.1. Impact of the acquisitions on the strategic positioning of the buying companies	11
4.2. Return for the shareholders of the acquiring firms	12
4.3. Resistance to the crisis (2008-2012)	13
5. Summary and Conclusions.....	13

I – INTRODUCCIÓN. ENTORNO ECONÓMICO Y PROCESO DE INTERNACIONALIZACIÓN..... 15

1 - Introducción. Objetivos. Estudios relacionados con la investigación 17

1. Introducción.....	17
2. Objetivos del trabajo	18
2.1. Inventario de Adquisiciones de las Grandes Empresas.....	19
2.2. Análisis del Proceso de Internacionalización y descripción de las mayores adquisiciones.	19
2.3. Impacto en la creación de valor y comportamiento frente a la crisis	20
3. Período de análisis.....	20
4. Estudios relacionados con la investigación.....	21
4.1. Estudios sobre la expansión exterior de las multinacionales españolas, en particular en Latinoamérica.	21
4.2. Estudios acerca de la Creación de Valor aplicados al caso de las adquisiciones transnacionales.	22
4.2.1. Estudios Generales sobre la Creación de Valor.	22
4.2.2. Estudios sobre creación de valor en los procesos de M&A.....	23
4.2.3. Estudios específicos sobre adquisiciones internacionales.	24
5. Relevancia del Estudio	25
5.1. Creación de una base de datos de adquisiciones internacionales de las grandes empresas españolas.....	25
5.2. Descripción de las mayores adquisiciones exteriores en un período reciente	26
5.3. Determinación del valor creado por el proceso de adquisiciones	27
6. Estructura del trabajo.....	27
Bibliografía	28

2.- Antecedentes. El entorno económico y su influencia en la expansión de las empresas españolas. 31

1. Los procesos de concentración de las empresas españolas a raíz del ingreso de España en la UE (1986-1995).....	31
2. Liberalización de la economía española. Privatización del sector público.....	33
2.1. Razones para la privatización de empresas públicas en España	33
2.2. Secuencia del proceso de privatizaciones.....	35
2.3. Consecuencias.....	36
3. Entorno económico del período 1996-2007.....	36
3.1. Crecimiento del PIB.....	37
3.2. Reducción del desempleo y absorción de población inmigrante.....	38
3.3. Equilibrio de las Cuentas Públicas y Convergencia con Europa	39
3.4. Inflación por encima de la UEM. Estancamiento de la Productividad	40
3.5. Desequilibrios de la balanza comercial y del sector de la construcción	41
4. Entorno financiero	42

4.1. Tipos de interés.....	42
4.2. Los mercados financieros. La Bolsa española.	43
5. <i>Impacto del ciclo económico en los procesos de fusiones y adquisiciones. Aplicación al caso de las multinacionales españolas.</i>	44
<i>Bibliografía</i>	50
3 – La internacionalización de las grandes empresas españolas	53
1. <i>La internacionalización de la economía española. La inversión exterior (IED)</i>	53
2. <i>Inversión emitida por áreas geográficas y sectores de actividad</i>	54
2.1. La inversión en Latinoamérica. Causas.	55
2.2. La inversión en Europa	58
3. <i>Adquisiciones frente a Inversión exterior. El caso de las empresas españolas.</i>	60
4. <i>Factores relevantes en la elección de M&A para la expansión exterior.</i>	62
5. <i>Base de datos de adquisiciones internacionales de las grandes firmas españolas.</i>	65
5.1. Estructura de la Base de Datos	66
5.2. Distribución Temporal y Valor de las Transacciones.....	68
5.3. Distribución Geográfica y Sectorial	69
5.4. Distribución por empresas adquirientes y países	70
5.5. Conclusiones generales acerca del proceso.....	72
<i>Bibliografía</i>	73
II. PROCESO DE CONFIGURACIÓN DE LAS MULTINACIONALES ESPAÑOLAS	75
4 – El Sector Financiero	77
1. <i>Antecedentes. El proceso de desregulación y concentración bancaria</i>	77
1.1. Penetración de la banca extranjera en España	77
1.2. El proceso de concentración bancaria en España anterior a 1996	78
1.3. Resultados del proceso de desregulación y concentración	79
2. <i>Proceso de internacionalización de la banca española</i>	80
2.1. Necesidad de la Internacionalización.....	80
2.2. La expansión en Latinoamérica (1996-2002)	82
2.3. La expansión en Europa y Estados Unidos (2002-2007)	85
3. <i>Grupo Santander</i>	87
3.1. Estrategia de internacionalización del grupo.....	87
3.2. Adquisiciones más significativas del período.....	88
3.2.1. Latinoamérica	88
3.2.2. Europa	92
3.2.3. Estados Unidos. Sovereign Bancorp	93
3.2.4. Consumer Finance	94
3.2.5. Otros movimientos corporativos.....	94
4. <i>BBVA</i>	96
4.1. Estrategia de internacionalización	96
4.2. Adquisiciones más significativas del período.....	97
4.2.1. México	98
4.2.2. América del Sur	99
4.2.4. Estados Unidos	102
4.2.5. Otras participaciones.....	102
5. <i>Resultado del proceso de internacionalización de la banca española</i>	104
5.1. Diversificación geográfica de los resultados	104
5.2. Posicionamiento Global y en Latinoamérica	107
5.3. Evolución de la acción. Capitalización y base de capital.	108
<i>Bibliografía</i>	109
5. – El Sector Energético	110
1. <i>El sector energético español. Desregulación y liberalización.</i>	110

1.1. El sector eléctrico	112
1.2. El sector gasista y petrolero	113
1.3. Evolución del mapa energético español	114
2. <i>Internacionalización de las grandes compañías energéticas españolas</i>	116
2.1. Latinoamérica	117
2.2. Europa y Estados Unidos	118
3. <i>Repsol</i>	119
3.2. Otros países de Latinoamérica	123
3.3. Otras adquisiciones	124
3.4. Posición de Repsol al final del período	124
4. <i>Iberdrola</i>	126
4.1. Latinoamérica	126
4.2. Reino Unido. Scottish Power	128
4.3. Estados Unidos. Energy East	129
4.4. Otras Adquisiciones	130
5. <i>Endesa</i>	130
5.1. Latinoamérica.....	131
5.2. Europa y Norte de África.....	134
5.3. Adquisición de Endesa por parte de Enel.....	135
6. <i>Gas Natural Fenosa</i>	136
6.1. Latinoamérica	137
6.2. Europa y Resto del Mundo.....	139
7. <i>Las firmas energéticas españolas tras el proceso de internacionalización</i>	140
<i>Bibliografía</i>	143
6 – El sector de la construcción e inmobiliario	144
1. <i>Proceso de concentración y diversificación del sector de la construcción en España</i>	144
1.1. Proceso de Concentración en los años 90.....	145
1.2. Diversificación	145
2. <i>Internacionalización de las empresas constructoras, concesionarias e inmobiliarias</i>	146
2.1. Empresas constructoras y concesionarias	146
2.2. Empresas inmobiliarias	149
3. <i>Ferrovial</i>	150
3.1. Estrategia de internacionalización	151
3.2. Adquisiciones del período	152
3.3. Situación de Ferrovial al final del período.....	156
5. <i>Abertis</i>	157
5. <i>FCC</i>	159
6. <i>Otras empresas adquisitivas del sector de la construcción e inmobiliario: ACS, Sacyr, Metrovacesa y Colonial</i>	161
6.1. ACS	161
6.2. Sacyr Vallehermoso (SyV)	162
6.3. Metrovacesa	163
6.4. Inmobiliaria Colonial	164
7 – <i>Resultado del proceso. Posicionamiento internacional de las constructoras españolas</i>	165
7.1. Dimensión y Diversificación	165
7.2. Acceso a grandes proyectos.....	166
7.3. Estructura Financiera.	166
<i>Bibliografía</i>	167
7 - El Sector de Telecomunicaciones	168
1. <i>Los procesos de privatización y desregulación previos a la internacionalización del sector de telecomunicaciones</i>	168

1.1. Privatización y desregulación en España.....	169
1.2. Privatización y desregulación en Latinoamérica	170
2. Telefónica	172
2.1. Estrategia de internacionalización de Telefónica.....	172
2.1.1. Expansión preliminar a 1996	174
2.1.2. Alianzas Internacionales	175
2.2. Principales adquisiciones de Telefónica en el período.....	176
2.2.1. Latinoamérica	176
2.2.2. Europa	181
2.2.3. Adquisiciones en Internet, Medios y Contenidos.....	184
2.2.4. Otras Participaciones.....	186
2.3. Posición internacional de Telefónica al final del período	187
Bibliografía	191
III. CONSECUENCIAS DEL PROCESO DE INTERNACIONALIZACIÓN: IMPACTO EN LA CREACIÓN DE VALOR Y COMPORTAMIENTO FRENTE A LA CRISIS.....	193
8 - Impacto de la internacionalización en el posicionamiento estratégico y en la valoración de las grandes empresas españolas.	195
1. Introducción y concepto de creación de valor por las empresas multinacionales.	195
1.1. Introducción	195
1.2. La creación de valor por las multinacionales en la literatura académica.....	195
2. Posicionamiento de las grandes empresas españolas tras su internacionalización.	197
2.1. Dimensión	197
2.2. Liderazgo en los mercados en que operan.	200
2.3. Control de las compañías adquiridas.	201
2.3. Incremento y rentabilidad de las inversiones en capital fijo.....	202
2.4. Diversificación del riesgo	203
3. Posicionamiento en América Latina	204
3.1. Ventajas derivadas de la inversión en Latinoamérica.....	204
3.2. Posición de las empresas españolas en la Región	206
3.3. Retos y riesgos de la inversión en Latinoamérica	207
4. Impacto de la expansión internacional en la valoración de las grandes empresas españolas.....	211
4.1. Impacto en el índice bursátil. Comparación con otros índices europeos.	211
4.2. Análisis Sectorial	213
4.2.1. Banca	213
4.2.2. Energía.....	214
4.2.3. Construcción.....	215
4.2.4. Telecomunicaciones	216
4.3. Impacto de la internacionalización en la revalorización bursátil	217
5. Conclusiones	220
9 - Creación de valor económico para los accionistas de las firmas internacionalizadas a través de adquisiciones.	224
1. Creación de valor para el accionista en adquisiciones internacionales. Antecedentes en la literatura académica.	224
1.1. El caso de las adquisiciones transnacionales.	225
1.2. El corto versus el largo plazo.....	226
2. Metodologías para medir la creación de valor económico a largo plazo.....	228
2.1. Metodologías de medición interna	228
2.2. Metodologías de medición externa	229
2.3. Metodología adoptada. Fórmula.	231

3. Problemática en la Valoración del negocio internacional de las grandes empresas españolas a finales del período.	233
3.1. Integración de los negocios de las firmas adquiridas.....	233
3.2. Metodología contable de consolidación.	234
3.3. Cambios en las normas contables, consistencia en la segmentación de los resultados y re expresión de resultados anteriores.	235
3.4. Múltiplos de Valoración	236
3.5. Fecha de Valoración.	238
4. Valor del negocio internacional de las grandes empresas españolas	240
4.1. Determinación de los múltiplos de valoración.....	240
4.2. Determinación del valor del negocio internacional en base al múltiplo seleccionado.	241
5. Rentabilidad de las adquisiciones internacionales realizadas por las grandes empresas españolas.....	241
6. Causas del rendimiento. Conclusiones.....	246
6.1. Precio y prima abonados por ciertas adquisiciones.....	246
6.2. Tipo de cambio.....	248
6.3. Menor rentabilidad de las firmas adquiridas frente a la obtenida en el mercado interior.	249
Bibliografía	252
10. Comportamiento de las firmas internacionalizadas frente a la crisis económica y financiera (2008-2012).....	255
1 – La crisis 2008-09. Aspectos macroeconómicos en relación a las firmas internacionalizadas.	255
1.1. Consideraciones macroeconómicas. Impacto de la crisis en los países receptores de la inversión española.	255
1.2. Las firmas españolas frente al nuevo entorno económico	256
2. Impacto de la crisis 2008-09 en las firmas internacionalizadas. Comparación con los competidores nacionales y europeos.	258
2.1. Sector Financiero	258
2.2. Sector Energético	261
2.3. Construcción y Concesiones.....	264
2.4. Telecomunicaciones.....	265
3. La crisis de deuda soberana en Europa (2010-12).....	266
3.1. La economía española en el contexto mundial de 2010-12.....	266
3.2. Comportamiento de las firmas internacionalizadas durante 2010-12.....	268
4. Impacto de la crisis de deuda soberana europea 2010-12 en las firmas españolas internacionalizadas.	270
4.1. Sector financiero	270
4.2. Sector Energético	273
4.3. Constructoras.....	276
4.4. Telecomunicaciones.....	277
5. Impacto del apalancamiento en la valoración de las firmas internacionalizadas durante el conjunto de la crisis (2008-2012).	278
5.1. Apalancamiento de las firmas internacionalizadas previo a la crisis	278
5.2. Efecto del apalancamiento en la cotización de las grandes firmas internacionalizadas	281
6. Comportamiento bursátil durante la crisis (2008-2012). Conclusiones.....	282
6.1. Sector Financiero	283
6.2. Energía	284
6.3. Construcción	285

6.4. Telecomunicaciones	285
<i>Bibliografía</i>	287
11 - Resumen y Conclusiones	289
1. Entorno económico. Impacto en la internacionalización	290
2. Proceso de adquisiciones en el exterior.	291
2.1. Sector Financiero	293
2.2. Petróleo y Energía	293
2.3. Construcción	295
3. Posicionamiento Estratégico de las firmas internacionalizadas.....	297
4. Creación de valor (rentabilidad) para el accionista	299
5. Resistencia a la crisis económica 2008-12.	301
5.2. Petróleo y Energía	302
5.3. Construcción	303
5.4. Telecomunicaciones	304
6. Conclusión Final. Vías de Investigación Posterior	305
Anexo 1	307
Anexo 2	319

THE INTERNATIONALIZATION OF THE LARGEST SPANISH FIRMS THROUGH ACQUISITIONS (1996-2007): VALUE CREATION AND RESISTANCE TO THE CRISIS.

1. Introduction

In the economic history of Spain, the last years of the 20th century and the beginning of the current will be remembered not only for the long positive cycle of the economy, but for its openness to the outside, whose greatest exponent was the internationalization of its largest firms. In just over a decade, companies of domestic nature and limited geographical scope became global players, able to compete in the international arena. While in 1996 there were only six Spanish companies among the 500 largest, by the end of 2007 that number had expanded to fourteen, being Spain the only country in the European Union able to significantly increase the number of firms in the Fortune 500 Global. The main factors contributing to this rapid expansion were the favorable global economic environment, the privatization of public companies in Latin America and the consolidation of Spain as one of the most open economies in the world. From 1996 to 2003 Spain was the second largest investor in Latin America after the USA and in 2006, 3 out of the 10 largest M&A transactions in Europe involved Spanish companies, being the country in the top positions of the M&A rankings during the first decade of this century. This boom in terms of purchasing activity was in great part due to the process of internationalization of the large Spanish companies, which used acquisitions as the fastest way to expand outside. As a result, the percentage of revenues that these firms derived from the outside moved from 7% of total in 1996 to more than 47% in 2007, a great leap in just twelve years. Therefore, we are facing a unique phenomenon of international expansion, carried out in a very short period of time, which has transformed completely the way of operating of the largest Spanish firms.

2. Objectives

The study has three basic objectives:

- (1) To complete a database containing the international acquisitions made by the largest Spanish companies during the period 1996-2007.
- (2) To study the circumstances surrounding the overall process and to analyze the major operations executed by the selected firms in each country.
- (3) To determine the value created in terms of strategic positioning, return for shareholders, and resistance to the global financial crisis and the subsequent European sovereign debt crisis.

In order to carry out the analysis, we selected the 10 Spanish companies with the largest volume of international acquisitions in the aforementioned period and took from their annual reports data related to each operation: company acquired, country, percentage of stake purchased, price paid, mode (cash or shares) and other relevant information. When necessary, we contrasted this information with other sources, such as the *Hechos Relevantes* reported to the Stock Market Authority or specialized business magazines, in such a way that, except errors, we captured practically all international acquisitions (> 10 M €) performed by the selected companies. As a result, we completed a database with 375 corporate operations related to the acquisition or divestment of more than 250 foreign companies for a total value of 216.3 B €. With some exceptions, being the most relevant Inditex, whose international expansion was through *greenfield* investment, the selected firms are the largest in the country; their value representing 71.4% of the Ibex-35 market capitalization. On the other hand, the period selected (1996-2007) is the most active in terms of Foreign Direct Investment (FDI), since more than 95% of Spain's total outward FDI to that date occurred in that lapse.

3. Process of internationalization.

We studied the following aspects regarding the process:

- Factors related to the economic environment that made possible the international expansions and reasons for the choice of acquisitions over other forms of FDI.
- Details of the process: destination countries, acquisitive sectors, strategic and financial reasons for the acquisitions.

Regarding the macroeconomic environment, we identified three major factors affecting the international expansion:

- The record results of these companies in the domestic market fuelled by strong demand, which generated extra cash flows for foreign investment.
- The high stock market prices, which facilitated the payment of foreign acquisitions with shares, avoiding dilution for shareholders.
- The low interest rates and the ease of access to debt markets that allowed leverage in some operations.

In this context, the largest Spanish companies preferred M&A over other ways of outside expansion due to the following reasons:

- The need to gain scale quickly due to globalization and to the new competitive environment with the advent of the Euro. Options were to acquire or be acquired.
- The opportunity to participate in the privatization process of State owned companies in Latin America in the late 90s.
- The favorable tax regulation in Spain, which allowed companies to amortize goodwill from such acquisitions, a significant advantage over competitors in other jurisdictions that did not have a similar treatment.

The conclusions reached regarding the process are as follows:

- The internationalization movement was limited to a few companies. External acquisitions by the ten companies selected accounted for approximately 62.4% of Spanish acquisitions abroad and 40.4% of the outward FDI in the period. These firms were primarily concentrated in four sectors: banking, telecommunications, energy and construction.
- As for the target companies, they were also highly concentrated, the 15 largest acquisitions representing more than 2/3 of the total purchasing volume. While in many cases only minority stakes were acquired, the purchase agreement usually contained options to increase shareholding up to a majority. This approach denotes the aim to control the targeted companies.
- Geographically, the investment was focused on Latin America and on Europe, particularly the United Kingdom, with some incursions in the U.S. and Canada. It was therefore very concentrated geographically, prioritizing areas with cultural ties over emerging markets in Asia and Africa despite their potential growth.
- Chronologically speaking, there was an initial wave of acquisition in Latin America due to the privatization process in the region, and a second wave after the Argentinian crisis focusing on Europe and the U.S., as a way to counterbalance the risks taken in Latin America.

4. Value creation

The question of value creation has been addressed from three different perspectives:

- (1) Impact of the acquisitions on the strategic positioning of the buying companies.
- (2) Return of these operations for the shareholders of the acquiring firms.
- (3) Behavior of the internationalized firms during the economic crisis 2008-2012

4.1. Impact of the acquisitions on the strategic positioning of the buying companies

The internationalization significantly increased the size of the Spanish firms. While in 1996 there were only six among the 500 largest in the world according to capitalization, in 2007 that number increased to fourteen, being Spain the fourth country in Europe in terms of large companies. The expansion was not indiscriminate, but sought leadership in target markets, especially Latin America, where at the end of the period some Spanish companies were leaders in key sectors such as energy, banking and telecommunications.

As to the impact of the internationalization on the value of the acquiring firms, our analysis indicates that most of the increase in capitalization was due to the increase in profits in the domestic market, fuelled by the long positive cycle of the economy. This statement is supported on the fact that the Spanish Stock Market did not show significant differences in performance between the internationalized firms and its

domestic counterparts. Furthermore, the medium small cap firms index (IGBM) yielded slightly more than the Ibex. On the other hand, despite the higher performance of the Ibex-35 (composed by these companies in 71.7%) versus the Euro zone indices, the strong correlation between the increases in capitalization and net income, the latter mostly derived from the domestic market, leads to the conclusion that this better performance can be largely explained by the increasing profits in the Spanish operations, regardless of the international expansion. Thus, while the overall performance of these firms was better than their European competitors, it was very similar to the local ones. Furthermore, the fact that the acquired firms abroad generally had lower margins than the ones obtained in Spain pushed down the overall results of these companies during a certain period of time. Therefore, we can conclude that the process of internationalization through acquisitions gave the Spanish firms the critical mass they lacked before, making them leaders in some of the destination countries and reducing their exposure to the country's economic cycle. However, the process does not seem to be responsible for the share price increase of these firms during the period, which can be largely explained by the growth in revenues and profits in the domestic market.

4.2. Return for the shareholders of the acquiring firms

In order to obtain the return for the investors, we calculate the IRR of the international investment, the cash outflows being the prices paid for the acquisitions and the inflows the dividends received from the acquired companies and the value of these companies at the end of the period. To obtain the dividend attributable to the international operations we apply to the total dividends distributed by the selected companies a percentage equal to the reported percentage of profit coming from its international business. Regarding the valuation of their international business at the end of the period, we calculate the Cyclically Adjusted Price Earnings (CAPE) for the group of selected companies and apply the multiple over the Net Income in 2008, one year after the end of the period, to allow integration in the results and to balance the valuation with Stock Market historical multiples.

The **total value of acquisitions** made during the period (1996-2007) reached a total of **216.3 MM €**, being 1999, 2006 and 2007, the peak years. The total dividend paid by these 10 firms increased from 2.7 MM € in 1996 to € 18.8 MM in 2008, adding up to a total of € 101.6 MM during the period. Out of this amount, the **dividend that can be attributable to foreign business was € 35.0 MM**. Finally, the **valuation of international business at the end of 2008, according to the applied multiple is € 201.0 MM**, a figure 7% lower than the total investment.

As a result of the above calculation, **the internal rate of return (1.69%) is well below both the geometric and arithmetic average of the risk-free rate over the period**. Among the factors contributing to the low performance, we found the following:

- Price and premium paid by certain acquisitions, carried out in an expansive cycle of the economy, when valuations were high.
- Exchange Rate against US\$ and GBP, since the bulk of the acquisitions in Latin America and the UK were made at unfavourable exchange rates (1 US\$ = 1 € or 1 £ = 1.50 €) compared to the average of the period.
- Low relative performance of international versus domestic business, with lower margins than the ones obtained in Spain.

4.3. Resistance to the crisis (2008-2012)

We checked the resistance by comparing both results and share price performance of the internationalized firms with European and domestic competitors during the two phases of the recession: the global financial crisis (2008-09) and the Euro zone crisis (2010-12). While we found a better performance than domestic and international competitors during the first part of the crisis, mainly due to its diversification in emerging markets, this advantage was lost during the sovereign debt crisis, when financial constraints and the overall economic situation of Spain weighed more than diversification in the sentiment of investors. This was clearly the pattern followed by the two largest banks and Telefónica and, to a lesser degree the oil and electric sectors, although they were impacted by the special situations faced by some of the companies, such as Repsol in Argentina, Gas Natural Fenosa due to its merger or the changes in regulation regarding clean energies. The lack of access to debt markets during certain periods of the Euro zone crisis, forced almost all of them to divest from parts of the foreign companies previously acquired, using the proceeds to repay loans or to reinforce their capital base. Anyway, the questions about their solvency penalized their share prices more than the falling results could justify.

5. Summary and Conclusions

Our work analyzes the foreign expansion of the largest Spanish firms through acquisitions during the period 1996-2007. The objective is to study the process, measure the value created for shareholders firms and evaluate their resistance to the economic crisis (2008-2012). In order to accomplish this, we selected the 10 companies with the largest volume of international acquisitions and analyzed the transactions. As a result, we obtained a database with 375 acquisitions worth € 216.3 MM. The capitalization of the selected firms represents 71.7% of the Ibex-35 while the volume of acquisitions was 62.4% of the total carried out by Spanish companies in the period. Once the acquisitions were analyzed in detail, we determined the impact of these operations on the strategic positioning of the purchasing firms, and measured the performance obtained by its shareholders directly attributable to the aforementioned acquisitions. Finally, we evaluated their behavior during the economic crisis 2008-2012, comparing their results and share price performance with those of their domestic and European competitors.

Our conclusions indicate that, while foreign acquisitions helped the largest Spanish companies to gain international stature, positioning them as leaders in new markets, particularly in Latin America; however they failed to create economic value for their shareholders, being the internal rate of return of the investment significantly below the average return of government bonds in the period. The reasons for the low performance were the high prices and premiums paid for the acquisitions in the upward phase of the cycle, as well as the unfavorable exchange rates. Despite the above, the advent of the financial crisis in 2008 showed how the geographical diversification of these companies in emerging countries contributed to counterbalance the falling results in the developed markets. As a result, with some exceptions, their shares performed better than most of its European peers. However, the continuation of the crisis in the peripheral countries of Europe from 2010 raised questions about the solvency of some of these firms, losing their shares the relative advantage obtained in the first part of the crisis.

I – INTRODUCCIÓN. ENTORNO ECONÓMICO Y PROCESO DE INTERNACIONALIZACIÓN

1 - Introducción. Objetivos. Estudios relacionados con la investigación

1. Introducción

Dentro de la Historia Económica de España, los últimos años del siglo XX y los primeros del actual serán recordados no solo por las altas tasas de crecimiento del país, sino por su fulgurante apertura al exterior, cuyo mayor exponente fue la internacionalización de las grandes empresas españolas. En poco más de una década, firmas de carácter doméstico y ámbito geográfico limitado se convirtieron en multinacionales de alcance global, capaces de medirse de igual a igual con sus competidores internacionales. Mientras en 1996 solo había seis compañías españolas entre las 500 mayores del mundo, a finales de 2007 dicho número se había ampliado a catorce, siendo España el único país de la Unión Europea que había logrado incrementar significativamente el número de firmas en el ranking Fortune500¹. Desde una perspectiva más amplia, el profesor Velarde (2010) definió el proceso con gran precisión: “De una realidad agazapada en el mercado nacional, que buscaba sus beneficios casi siempre en actividades monopolísticas, y que tenía el complemento creciente de un amplio conjunto de empresas del sector público, se ha pasado a una realidad nueva como consecuencia del colosal proceso de apertura planteado desde 1957, puesto en marcha en 1959 y culminado en 1999, con la entrada en vigor de la Eurozona.” Ubicando el fenómeno en el tiempo puede afirmarse que, a pesar de la tímida salida al exterior de las empresas españolas durante la autarquía y los albores de la democracia, la internacionalización a gran escala no se produjo hasta mediados de los noventa, pudiendo fijarse como punto de partida los años 1996-97, cuando por primera vez España se convierte en exportador neto de Inversión Extranjera Directa; es decir, cuando la inversión emitida al exterior supera a la recibida de otros países. Para darse una idea del impulso internacional que tomaron las firmas españolas, baste notar que solo en el quinquenio 1996-2000, la cifra invertida por éstas en el exterior superó a toda la precedente desde que se dispone de estadísticas. Este movimiento que inicialmente se focalizó en Latinoamérica como área geográfica preferente por obvias razones de afinidad cultural e idiomática entre otras, fue ampliándose posteriormente a otros espacios próximos como Europa o más tarde Estados Unidos, lo que otorgó a algunas de ellas una posición de liderazgo en mercados muy desarrollados, como el británico, donde compañías como Ferrovial, Iberdrola o el Banco Santander alcanzaron puestos destacados dentro de sus respectivos sectores de actividad.

Entre los factores que más contribuyeron a esta rápida expansión pueden citarse la favorable coyuntura económica mundial, los procesos de privatización de empresas públicas en Latinoamérica y la consolidación de la economía española como una de las más abiertas del mundo². Precisamente, uno de los signos más palpables de dicha apertura fue el incremento de la actividad de Fusiones y Adquisiciones (M&A) transnacionales de las firmas españolas. Mientras que en los años noventa apenas figuraban en los rankings, en 2006 tres de las diez mayores operaciones de M&A en el mundo fueron protagonizadas por empresas locales, situando desde entonces a España como tercer país europeo en cuanto a volumen de operaciones de Fusiones y

¹ Fortune500, 1996 y 2007

² Requeijo, 2003

Adquisiciones³. Este auge en cuanto a actividad compradora tuvo mucho que ver con el proceso de internacionalización, puesto que éste fue realizado en su mayoría a través de adquisiciones, lo que explica su rapidez, muy superior a la que se hubiera obtenido por inversión directa (*greenfield investment*) y crecimiento orgánico. Por consiguiente, nos encontramos ante un fenómeno de expansión único, materializado en un cortísimo período de tiempo como consecuencia de haber sido fraguado a través de adquisiciones. Este acontecimiento, que obviamente no ha pasado desapercibido ni para la prensa económica ni para los estudiosos del tema, académicamente ha sido abordado de una forma más bien descriptiva, centrándose fundamentalmente en los motivos para la salida al exterior y en la estrategia desarrollada por las empresas, pero sin cuantificarlo ni entrar en detalle acerca de si dichas adquisiciones contribuyeron de forma efectiva a la creación de valor para los accionistas de las firmas compradoras. Éste es uno de los vacíos que trata de cubrir este análisis, cuyo objetivo aparte de analizar el proceso, es medir su impacto sobre las empresas españolas internacionalizadas desde la triple vertiente de la creación de valor para los accionistas, de la posición estratégica alcanzada y de su comportamiento a la crisis económica posterior a la expansión.

2. Objetivos del trabajo

Desde la perspectiva anterior, tres son los objetivos del estudio:

- (1) Completar un inventario detallado de las operaciones de compra realizadas por las firmas seleccionadas durante el período 1996-2007, analizando las circunstancias que concurrieron en las mismas.
- (2) Estudiar las causas que motivaron la salida al exterior de cada uno de los sectores de actividad seleccionados, describiendo las adquisiciones más relevantes durante ese tiempo.
- (3) Evaluar la contribución del proceso al posicionamiento estratégico de las empresas adquirentes, cuantificar el valor creado para sus accionistas y analizar su comportamiento frente a la crisis posterior (2008-2012).

El estudio se enmarca en los doce años de mayor expansión internacional (1996-2007), concentrándose en las diez mayores empresas compradoras, cuyas adquisiciones supusieron más del 60% del total y casi la mitad de toda la Inversión Extranjera Directa (IED) española en el exterior durante este lapso de tiempo. Dado que a partir de 2008 se inició una etapa de recesión en la economía mundial y en la española en particular, paralizándose prácticamente la actividad de M&A; el período seleccionado (1996-2007) permanece aún como el más significativo en cuanto a adquisiciones de empresas españolas en el exterior.

A continuación, se amplían los objetivos enunciados.

³ Thomson Reuters Table Leagues 2006-08

2.1. Inventario de Adquisiciones de las Grandes Empresas

El análisis abarca 375 operaciones correspondientes a la adquisición y venta de más de 200 compañías extranjeras por parte de empresas españolas. Para ello, se han seleccionado las 10 firmas con mayor volumen de adquisiciones en el exterior y se han extraído de sus informes financieros los datos necesarios para analizar cada adquisición: nombre de empresa, país, porcentaje de acciones adquirido, precio abonado, forma de pago y otros relevantes en cada operación. Cuando ha sido necesario, dicha información se ha contrastado con otras fuentes como los Hechos Relevantes comunicados a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o la información aparecida en los principales anuarios de fusiones y adquisiciones. Por consiguiente, salvo error, se han capturado prácticamente todas las adquisiciones relevantes (> 10 M €) correspondientes a las empresas seleccionadas realizadas en el período de doce años estudiado.

2.2. Análisis del Proceso de Internacionalización y descripción de las mayores adquisiciones.

A lo largo del trabajo se analizan las principales variables del entorno que afectaron al proceso, tales como en entorno económico, la posición estratégica de los sectores involucrados y las oportunidades de negocio en los países de destino. El análisis profundiza en los siguientes aspectos:

- Factores de la economía española que hicieron posible la salida al exterior.
- Razones para la elección de adquisiciones frente a otras formas de IED.
- Selección de los países de destino, y en particular análisis de los procesos de privatización en Latinoamérica.
- Sectores adquisitivos y causas de su internacionalización.
- Descripción de las principales adquisiciones y razones para su elección desde el punto de vista estratégico y financiero.

El estudio se ha concentrado en aquellos sectores que han representado el grueso de la inversión exterior a través de adquisiciones, dejando al margen aquellas firmas cuya expansión internacional ha sido fundamentalmente a través de inversión directa⁴. En función de ello, las diez empresas compradoras del estudio se han agrupado en cuatro sectores: banca, energía, construcción y telecomunicaciones. Una vez analizadas las circunstancias que dieron lugar a la expansión de cada uno de ellos, el estudio se centra el análisis individual de las firmas adquirientes, describiendo las razones de tipo estratégico y financiero que pesaron a la hora de elegir sus adquisiciones, así como el precio pagado por las mismas y su evolución posterior. Para finalizar, se realiza una comparación entre la situación al inicio y final del período de cada uno de estos sectores, de forma que pueda apreciarse el efecto que el proceso tuvo en sus resultados.

⁴ Inditex es el caso más representativo de internacionalización a través de inversión directa, sin recurrir a adquisiciones.

2.3. Impacto en la creación de valor y comportamiento frente a la crisis

El último de los objetivos de este trabajo, el estudio de la creación de valor, es sin duda un tema recurrente en el ámbito de M&A⁵, generalmente enfocado a medir el rendimiento a corto plazo para la firma compradora. Dado que el horizonte temporal de este estudio es mucho más extenso, se ha considerado conveniente ampliar la perspectiva, abordando el tema desde tres vertientes distintas: el impacto de las adquisiciones internacionales en la creación de valor para los accionistas; su efecto en el posicionamiento estratégico de las firmas adquirientes; y su influencia en el comportamiento de éstas frente a la crisis económica posterior. Estas tres perspectivas tratan de enriquecer la mera cuestión de la creación de valor, siempre compleja y controvertida, enfocándola desde ángulos diversos que permitan obtener una visión de conjunto acerca de la aportación que el proceso de adquisiciones internacionales tuvo en los accionistas tanto a corto como a largo plazo. Por consiguiente, de una parte se han analizado sus efectos en la mejora de la posición estratégica de las firmas compradoras, y de otra se ha evaluado su impacto en la creación de valor para los accionistas de dichas empresas. Esta última medida, inevitablemente sujeta a la fluctuación de las cotizaciones accionariales, se ha complementado con el análisis del comportamiento de las empresas adquisitivas frente a sus homólogas durante la crisis económica internacional (2008-2009) y la de deuda soberana que afectó sobre todo a la zona Euro (2010-2012). Con esta diversidad de enfoques se ha pretendido evitar la perspectiva reducida que supondría ligar el trabajo a la cambiante evolución del precio de las acciones de las empresas compradoras; si bien no se ha eludido cuantificar el efecto que la compra de firmas en el exterior tuvo en la creación efectiva de valor de los accionistas, ya sea a través de la revalorización de sus títulos, de la percepción de dividendo o de cualquier otra forma de compensación atribuible a dichas adquisiciones.

3. Período de análisis

El período seleccionado (1996-2007) corresponde a los doce años de mayor actividad en la expansión internacional de las empresas españolas. En dicho lapso, el valor de las adquisiciones en el exterior superó más del 95% del total de las realizadas en toda la historia económica del país. Se trata pues de analizar un fenómeno singular, acotado en el tiempo y que cubre un altísimo porcentaje de las adquisiciones realizadas en el exterior. El inicio (1996) viene marcado al ser éste el primer año en que la Inversión Exterior Directa (IED) emitida prácticamente igualó a la recibida; es decir, España se pasó a convertirse en exportador neto de inversión, una característica que se mantuvo a lo largo del período. El cierre (2007) viene definido por el fin de las compras masivas en el exterior, consecuencia de la crisis financiera iniciada a finales de ese mismo año, y que provocó un claro movimiento de repliegue y consolidación de las firmas españolas. A partir de entonces, la drástica reducción del crédito exterior hizo que el foco se fijara en el fortalecimiento de sus balances, iniciándose un proceso de reducción de la enorme deuda acumulada, proveniente en gran parte de las operaciones corporativas objeto de este estudio. A fecha de hoy, no se espera que el movimiento repunte a corto plazo, ni se estima que su posible rebrote se produzca con la intensidad anterior, una vez las firmas españolas han entrado en aquellos mercados que consideraban estratégicos. Ello, unido a las dificultades de financiación y a la mayor percepción del riesgo, induce a

⁵ Mascareñas, J. Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas. Caps.1 y 2.

pensar que en un futuro será difícil repetir un fenómeno similar a esta escala. Por consiguiente puede afirmarse que el período seleccionado (1996-2007) cubre la inmensa mayoría de adquisiciones españolas en el exterior, circunscribiéndolas en un tiempo, que si bien puede parecer amplio, resulta lo suficientemente limitado como para aislar el proceso y analizarlo con suficiente grado de precisión.

4. Estudios relacionados con la investigación

Dado que el presente trabajo abarca aspectos relacionados tanto con la internacionalización de las firmas españolas como con la creación de valor de los procesos de fusiones y adquisiciones, se han agrupado los trabajos de investigación de referencia en dos grandes corrientes:

- (1) Estudios sobre el proceso de expansión exterior de las empresas españolas en el extranjero, y en particular en Latinoamérica.
- (2) Estudios acerca de la Creación de Valor, aplicados a los procesos Fusiones y Adquisiciones transnacionales. Dentro de ellos diferenciamos los siguientes:
 - Estudios generales sobre la creación de valor de multinacionales
 - Análisis sobre la creación de valor de los procesos de M&A
 - Trabajos específicos sobre la creación de valor de adquisiciones internacionales.

4.1. Estudios sobre la expansión exterior de las multinacionales españolas, en particular en Latinoamérica.

La mayoría de investigaciones en este campo son de tipo descriptivo, centrándose en las causas de la expansión internacional, bien por inversión directa o a través de adquisiciones, y analizando la configuración final de las empresas, pero sin entrar a calibrar el resultado de las mismas en términos de creación de valor. Muchos de ellos son sectoriales, siendo abundantes los referidos a la banca y a las *utilities*, la mayoría de ellos enfocados en la expansión latinoamericana, más alejada en el tiempo, siendo muy pocos los que analizan la salida a Europa o Estados Unidos, más reciente.

Un primer grupo de trabajos lo constituye la serie de libros del profesor Durán, pionero en su estudio, entre los que se encuentran: “Multinacionales Españolas I” (1996) y II (1997), “Multinacionales Españolas en Iberoamérica” (1999) y “La empresa multinacional española: Estrategia y Ventajas Competitivas” (2005), en los que analiza con detalle la expansión exterior en las décadas de los 80 y 90 de las empresas españolas. Dichos trabajos han sido complementados con numerosos *papers*, algunos sectoriales como “El proceso de internacionalización de la banca española” (1991), junto al profesor Lamothe, y otros acerca del impacto de la internacionalización en las finanzas de las propias empresas (Impact of geographical diversification on the performance volatility of Spanish multinational corporations), Durán, Übeda y Lamothe, 2005). Igualmente destacados en este ámbito resultan los estudios del profesor Guillén de la Wharton School en Pensilvania, quien en su libro *The rise of Spanish Multinationals* (2005), además de estudiar las formas de expansión en el exterior, analiza las connotaciones políticas y sociológicas del proceso. Este texto ha

sido complementado por otro, escrito junto al profesor García Canal, *The New Multinationals: Spanish Firms in a global context* (2010) y por varios *papers* en el mismo área. Muy relacionado con este trabajo, se encuentra su artículo “La expansión internacional de la empresa española: una nueva base de datos sistemática” (Revista ICE, 839. Nov-Dic 2007), en el que por primera vez se entra en el análisis estadístico de las inversiones españolas en el exterior, si bien no se cuantifica ningún aspecto relacionado con la posible creación de valor para accionistas o el impacto en la riqueza nacional. Por último, el profesor Chislett en dos textos diferentes, *The Internationalization of the Spanish Economy* (2002) y *Spanish Direct Investment in Latin America: Challenges and Opportunities* (2003), analiza el proceso igualmente con un enfoque descriptivo.

Otra serie de trabajos referidos a la internacionalización de sectores concretos de la economía se viene publicando regularmente tanto en la Revista ICE Universia Business Review o Cuadernos de Información Económica, así como en Documentos de Trabajo del Banco de España o del Real Instituto Elcano. En ellos se abunda en las razones para la internacionalización sectorial, analizando la competencia interior y exterior, y justificando las decisiones estratégicas tomadas. Especial relevancia merecen algunos como “La expansión exterior de la Banca española” (Inciarte M. 2004), “M&A Performance in the European Financial Industry” (Campa, Hernando, 2005) o “La Banca Internacional después de la crisis *subprime*” (Lamothe, 2009) referentes al sector bancario; los de Miranda R., Galán, I. (2005) referidos a la internacionalización del sector eléctrico, o los de Alierta y Oreja (2002) referidos a Telefónica o FCC.

Por último, desde el otro lado del Atlántico, han sido los economistas vinculados a la CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe), quienes a través de sus informes anuales e investigaciones periódicas, han estudiado en profundidad el proceso inversor en América Latina, tanto sectorialmente como por países. En un buen número de casos su visión con el proceso es crítica y no exenta de componente político, sobre todo al juzgar el movimiento de privatizaciones del sector público de diversos países que dio como resultado la entrada masiva de empresas extranjeras.

4.2. Estudios acerca de la Creación de Valor aplicados al caso de las adquisiciones transnacionales.

4.2.1. Estudios Generales sobre la Creación de Valor.

Dado que la Creación de Valor no es un concepto sobre el que exista un consenso generalizado, los estudios en este sentido abarcan un amplio espectro de puntos de vista, desde el análisis de la creación de valor estratégico para las empresas multinacionales hasta la definición financiera de la creación de valor para los accionistas de una firma. Entre los estudios generales sobre la creación de valor de las multinacionales tanto en el país de origen como en el de destino destacan los trabajos de John Dunning, pionero en este tipo de investigación. Entre sus numerosos libros y *papers*, los más recientes antes de su fallecimiento en 2009 son *Foreign Direct Investment, Location and Competitiveness* (2008), *Economic Analysis and Multinational Enterprise* (2008) y el clásico *Multinational Enterprises and the Global Economy (Second Edition)* (2008). En el mismo ámbito se encuentran los trabajos de Caves, entre ellos uno de los más recientes, *Multinational Enterprise and Economic Analysis* (2007). Todos estos

trabajos, aunque lógicamente aportan datos y referencias, se centran en las ventajas competitivas, implicaciones estratégicas o de recursos humanos de las multinacionales, no llegando a cuantificar el impacto de la internacionalización en los inversores o en la riqueza de los países. Por último, abundando en la perspectiva estratégica, el tema del valor que agregan las multinacionales debido a su posicionamiento en mercados exteriores ha sido analizado por casi todos los tratadistas del tema, como Porter (*On Competition*, 2008) o el profesor de la London Business School, G. Hamel, autor de varios libros, entre ellos *Competing for the future* (1994), y otros *papers* analizando el impacto de la internacionalización de las empresas manufactureras o de seguros norteamericanas.

Desde el punto de vista financiero, la creación de valor para los inversores de una empresa ha sido igualmente objeto de numerosos estudios, definiéndose asimismo múltiples ratios para medir la rentabilidad sobre la inversión, sobre el capital, sobre los activos u otros. Entre los clásicos, “*The Quest for Value*” (1991) de Stern & Stewart en el que definen el concepto de *Economic Value Added*, EVA®, y que fue aplicado por muchas de las grandes corporaciones americanas como el método idóneo para medir la creación de valor. A éste le siguieron los estudios en los que se definieron conceptos paralelos como el “*Economic Profit*” (McKinsey & Co.) o CFROI® (J. Madden, 1999), que posteriormente han sido discutidas en varios *papers*, entre ellos los de Aswath Damodaran, *Value Creation and Enhancement: Back to the Future* (1999) y *Return on Capital, Return on Invested Capital, Return on Equity: Measurement and Implications*, y en los que realiza sus propias aportaciones. Finalmente, mencionar en este apartado los valiosos trabajos del profesor del IESE Pablo Fernández que, utilizando su propia metodología, ha medido la creación de valor para los accionistas de diversas empresas españolas e internacionales. Entre sus libros sobre este tema cabe citar *Valuation Methods and Shareholder Value Creation* (2002), y entre sus *papers*, *EVA and Cash value added do NOT measure shareholder value creation* (2003), así como los estudios sobre creación de valor de las grandes empresas españolas como Telefónica, Santander, BBVA, Endesa, Iberdrola, etc., casi todas referidas al período 1991-2007.

4.2.2. Estudios sobre creación de valor en los procesos de M&A

Si bien son frecuentes los estudios acerca de la creación de valor para los accionistas en los procesos de M&A, por lo general estos trabajos se centran en determinar la reacción de la cotización de la empresa compradora a corto plazo, utilizando la mayoría de ellos el procedimiento de los *Cumulative Abnormal Returns* (CARs) durante un período ventana que varía habitualmente entre ± 1 a ± 30 días previos o posteriores al anuncio de la adquisición o la venta. Los resultados de estos estudios a lo largo del tiempo son de distinto signo, si bien en casi todos ellos los rendimientos para los accionistas de la empresa adquirida superan con creces los de los inversores de la adquirente. En un intento por sintetizar la literatura académica hasta ese momento, Mulherin y Boone (2000) agruparon las diferentes teorías sobre la creación de valor de los procesos de M&A en dos amplios grupos de modelos que denominaron sinérgicos y no sinérgicos. Las teorías no sinérgicas abarcaban aquellos modelos basados en el interés de los directivos de la empresa, la expansión a cualquier precio y la arrogancia de dichos directivos (e.g. Jensen, 1986, Roll 1986, Shleifer and Vishny, 1989) como base para realizar adquisiciones. Mientras estas teorías generalmente contraponen adquisiciones y desinversiones, las primeras destructoras de valor y las segundas creadoras; por el

contrario los modelos sinérgicos sostienen que ambas, adquisiciones y ventas de empresas, generan valor para el accionista. En otros estudios más recientes, como los de Campa y Hernando (2009), se apuntan otras causas sobre la destrucción de valor en la compra de empresas, como acceso al crédito y los bajos diferenciales de los bonos corporativos con los soberanos que incentivan al sobrepago por las firmas adquiridas, con la consiguiente destrucción de valor para los accionistas de la compradora. Por último, las grandes consultoras también han desarrollado numerosas investigaciones sobre la creación de valor de las adquisiciones, destacando por su volumen los de McKinsey(2001)⁶, los de Bain & Company (2003)⁷, o los de KPMG (2003 y 2008)^{8 9}. En un estudio de la primera sobre una muestra de 236 operaciones, encontró que las que creaban valor eran aquellas operaciones “expansionistas”, es decir enfocadas al crecimiento en el propio negocio, frente a las “transformadoras”, orientadas a la “diversificación” de actividades. En 2004, Bain & Company publicó un análisis de 1,693 compañías que habían realizado 11,049 adquisiciones durante el período 1986-2001. Su conclusión fue que las que mayor rendimiento obtenían para sus accionistas eran aquellas que compraban habitualmente frente a aquellas firmas que sólo lo hacían esporádicamente. Empresas que habían realizado 30 o más operaciones en el período crearon un 50% más de valor para sus accionistas que aquellas que también habían realizado 5 o menos adquisiciones. De igual forma, el tamaño comparativo entre las firmas adquiriente y adquirida influían en el rendimiento posterior de la adquisición, resultando ser las más exitosas las operaciones en las que una firma de gran tamaño adquiría una de un tamaño significativamente menor. Por último KPMG, en su último estudio de 2008 sobre una muestra de 510 operaciones anunciadas entre 2000 y 2004, encontró correlación positiva entre la forma de pago de la transacción, el tamaño de la empresa compradora y los múltiplos (P/E), de tal forma que aquellas operaciones de mayor retorno habían sido las pagadas en efectivo a múltiplos bajos y las realizadas por empresas de reducido tamaño.

4.2.3. Estudios específicos sobre adquisiciones internacionales.

En el caso de las operaciones transfronterizas, que a finales de 2007 representaban más del 45% de total¹⁰, los estudios que afirman que los procesos de M&A crean valor para los accionistas de la firma adquiriente se basan en la hipótesis de que las empresas entran en los mercados extranjeros para explotar sus recursos específicos aprovechándose de las imperfecciones de los mismos (Morck and Yeurng, 1992; Wilson 1989), o de su falta de regulación, generando excesos de rendimiento de mayor magnitud para los accionistas que en las operaciones nacionales (Campa y Hernando, 2004). Otros como Rossi y Volpin (2003) sugieren que el éxito de las operaciones de compra internacionales tiene mucho que ver con el régimen legal y de protección del inversor existente tanto en el país de la empresa adquiriente como en el de la adquirida, y de igual forma, LaPorta et al (1997; 2000) encontraron que el grado de protección del accionista está asociado a mercados de valores desarrollados, mayores valoraciones y menores costes de capital. Finalmente, Bris y Cabolis (2004) constataron que las

⁶ Deals that Create Value. Bieshaar et al. The McKinsey Quarterly (February 2001)

⁷ Bain & Co. Global Learning Curve Study (2004)

⁸ Beating the Bears. Global Deals Enhance Value in the New Millenium. KPMG (2003)

⁹ The determinants of M&A Success. KPMG and University of Chicago 2004

¹⁰ Thomsonreuters (2007)

adquisiciones internacionales en países donde no existía una fuerte protección del inversor, creaban valor para los accionistas de la firma adquirida, sin mermar valor para los de la adquiriente. Otro grupo de autores analiza la cuestión desde el prisma de las similitudes o diferencias culturales entre los países de la firma compradora y de la adquirida. Datta and Puia (1995) reportaron que aquellas compras transnacionales donde existía una diferencia cultural significativa entre los mercados de la adquiriente y la adquirida, dieron como resultado una menor creación de valor para los accionistas de la empresa compradora. Di Giovanni (2005) y Head and Ries (2007), usando respectivamente los métodos de Tobit y el de máxima probabilidad de Poisson, concluyeron que tanto la proximidad cultural como la geográfica eran factores determinantes en las adquisiciones transnacionales; mientras que Georg et al (2006), mientras que Coeurdacier, De Santis y Aviat (2009) inciden en la favorable cotización de la empresa adquiriente y en las ventajas fiscales del país de destino, como factores adicionales que explican las adquisiciones transfronterizas.

En cuanto a la Creación de Valor a largo plazo de las adquisiciones internacionales, y a pesar del acuerdo generalizado acerca del pobre rendimiento de las firmas adquirientes, los resultados de las investigaciones difieren significativamente. André et al (2004) en un análisis sobre 267 operaciones corporativas canadienses entre 1980-2000 encontraron que los resultados de las empresas adquirientes en los tres años posteriores a la adquisición fueron inferiores a los de quienes no lo hicieron, concluyendo que las adquisiciones transfronterizas tampoco creaban valor a largo plazo. Contrariamente, Bodnar, Tang y Weintrop (2003) evidenciaron retornos positivos para las multinacionales adquirientes, mientras que Mitchell and Stafford (2000) sobre una muestra de 2.068 transacciones entre 1961 and 1993 y reportaron que en los tres años siguientes los rendimientos mensuales respecto a empresas no adquirientes resultaban insignificantes, con rendimientos medios anómalos en torno al -0.04%. Por último, un estudio más reciente de Dos Santos, Errunza and Miller, (2008), no llegó a conclusiones claras acerca de los efectos positivos para los accionistas acerca de los efectos de la diversificación internacional a través de adquisiciones.

Por consiguiente, si bien la literatura académica identifica algunos factores del entorno económico y de afinidad cultural o geográfica como contribuyentes al éxito de las adquisiciones transnacionales; sin embargo no es en absoluto concluyente acerca de la creación de valor para los accionistas de la empresa adquiriente.

5. Relevancia del Estudio

La posible relevancia del estudio vendrá determinada en gran medida por el grado de consecución de los objetivos propuestos, y sobre todo por aquellos aspectos diferenciadores del mismo entre los que podemos destacar los siguientes:

5.1. Creación de una base de datos de adquisiciones internacionales de las grandes empresas españolas

La base de datos elaborada (Anexo 1) podría servir de referencia a futuros estudios, al recopilar los datos más relevantes de las adquisiciones transfronterizas realizadas por las grandes empresas españolas en este período. Esta base contiene prácticamente todas las operaciones transnacionales realizadas por las diez firmas estudiadas durante el período

seleccionado, que de acuerdo a nuestros datos vendrían a representar el 62,4% del total del valor total de las adquisiciones internacionales de las empresas españolas y el 40,7% de total de la inversión directa de España en el exterior durante dicho período. Hasta donde sabemos, un intento de lo anterior se ha producido con la base de datos del ICEX, con las limitaciones puestas de manifiesto por los profesores Guillén y García Canal. Estadísticamente en cuanto a la IED, las fuentes más significativas se encuentran en la UNCTAD (Conferencia de la Naciones Unidas Sobre Comercio y Desarrollo) que anualmente publica las inversiones exteriores por área geográfica y sector de actividad y en el caso español, en el Registro de Inversiones Exteriores del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo. En un terreno más amplio, bases de datos sobre operaciones corporativas son Bloomberg, ThomsonReuters, Dealogic y otras de tipo generalista, y que por tanto no están referidas específicamente a las adquisiciones españolas. Por consiguiente, una primera aportación del estudio sería una base de datos organizada, hasta ahora inexistente, de las adquisiciones exteriores de las mayores firmas españolas durante 1996-2007.

5.2. Descripción de las mayores adquisiciones exteriores en un período reciente

En este aspecto, este trabajo podría considerarse una continuación de los ya mencionados del profesor Durán, si bien particularmente restringido al ámbito de las adquisiciones. Dado que el fenómeno analizado es muy particular, circunscrito a un determinado período de tiempo y a un número limitado de empresas, el estudio se centra en el estudio de esos casos concretos, agrupándolos por sectores de actividad y profundizando en las causas específicas que han llevado a cada uno de ellos a esta forma de internacionalización. Desde esta perspectiva, puede ofrecer algunos aspectos diferenciadores sobre otros estudios realizados, entre ellos los siguientes:

- **Concentración en las adquisiciones de empresas frente a otras formas de IED.** Mientras que la mayoría de estudios citados analizan la expansión exterior de las empresas españolas en su conjunto, sin centrarse en profundidad en la modalidad de salida (creación de filiales, alianzas o adquisición), este trabajo se centra específicamente en la adquisición de empresas extranjeras como forma de expansión internacional.
- **Focalización en un número determinado de empresas.** Salvo excepciones, como las del profesor Durán o determinados estudios sectoriales de la CEPAL, la gran mayoría de trabajos analizan el fenómeno en su conjunto, bien de forma estadística, bien de manera causal sin entrar en detalles específicos que permitan profundizar en las razones estratégicas de cada adquisición. Por el contrario, este trabajo trata de analizar en profundidad las causas que llevaron a la expansión exterior de cada uno de los sectores y firmas analizadas.
- **Cuantificación de cada adquisición.** El estudio analiza el precio pagado por cada una de las adquisiciones, como parámetro clave para determinar si crearon valor para el accionista. Ésta es una diferencia sustancial con los estudios existentes, en los que no se han encontrado referencias a la idoneidad de la valoración de las firmas objetivo a la luz de los resultados posteriores.

5.3. Determinación del valor creado por el proceso de adquisiciones

Como se ha indicado, la mayoría de estudios acerca de la creación de valor de las adquisiciones para los accionistas suele basarse en la metodología de CaR (*Cumulative Abnormal Returns*) a corto plazo. Ello limita la ventana de tiempo en el que los efectos del evento (la adquisición) pueden ser medidos sin perturbaciones estadísticas que desvirtúen los resultados. Por tanto dichos análisis se circunscriben generalmente a un período de 30 días posteriores a la adquisición. Esta limitación hace que carezcan de relevancia para un accionista estable, cuya posición inversora dentro de una firma no puede medirse en tan corto período de tiempo. Además dichos estudios obvian el hecho de que la creación de valor de una serie de adquisiciones depende en buena medida de la correcta integración en la estructura de la empresa adquiriente, lo que lleva un tiempo muy superior a esa ventana de tiempo indicada. En este sentido, existen numerosos ejemplos que prueban esta línea de razonamiento; es decir, adquisiciones que tuvieron una adversa reacción del mercado al anunciarse y que posteriormente demostraron ser exitosas, y compras inicialmente muy bien acogidas en Bolsa a raíz de su anuncio y que posteriormente fracasaron de forma estrepitosa. En conclusión, este estudio aporta una base de datos de las adquisiciones de las mayores empresas españolas, una descripción detallada del proceso y una aproximación a la creación de valor del mismo. Por último, hacer notar la vocación cualitativa del trabajo, alejándose de la mera estadística. A diferencia de otros estudios, realizados basándose en información extraída directamente de un repositorio, sin entrar en investigar la calidad de los datos o las fuentes; en éste se ha comenzado por construir una base de datos robusta que sirviera para investigar el proceso y medir la creación de valor sobre bases ciertas.

6. Estructura del trabajo

El estudio se ha organizado en tres partes:

- Objetivos, Entorno económico, Causas y proceso de internacionalización de las empresas españolas.
- Análisis de las adquisiciones transnacionales por sectores de actividad, banca, energía, construcción y telecomunicaciones, comprendidas entre 1996 y 2007.
- Resultado del proceso: posicionamiento internacional y creación de valor para los accionistas en dicho período. Comportamiento de las firmas internacionalizadas durante la crisis económica posterior.

Dentro del primer bloque se pasa revista al entorno económico que propició la internacionalización de las grandes empresas españolas y se estudian las causas de dicha expansión. Esta parte concluye con la definición de una base de datos de estas adquisiciones. En el segundo apartado se analizan las mayores operaciones internacionales llevadas a cabo por las diez firmas seleccionadas, estudiando previamente la situación de sus respectivos sectores de actividad y las circunstancias específicas de su internacionalización. Por último, en la tercera parte se estudia el resultado del proceso de adquisiciones, evaluando la posición estratégica de las firmas internacionalizadas, cuantificando el valor creado para sus accionistas y analizando su comportamiento frente a sus competidores durante la crisis internacional 2008-2009 y la de deuda soberana de la zona euro durante el subsiguiente período 2010-2012.

Bibliografía

Alierta Izuel, César (2002) Telefónica: de un operador local a un operador multinacional y multidoméstico. ICE Empresas multinacionales españolas abril – mayo 2002, N° 799

Bodnar, G., C. Tang, and J. Weintrop, 2003. The value of corporate international diversification. working paper, The Johns Hopkins University.

Bolsa de Madrid. (2001). Departamento de Estudios. Diez años de fusiones y adquisiciones en España 96, Febrero 2001

Campa JM y Hernando I. (2005). M&As Performance in the European Financial Industry, IESE Business School y Banco de España.

Caves, Richard E. (2007) Multinational Enterprise and Economic Analysis. Editorial Cambridge University Press.

CEPAL. Reports (2000, 2001, 2002, 2003 ,2004 and 2005). Foreign Investment in Latin America and the Caribbean.

Coeurdacier, de Santis y Aviat, (2009) “Cross Border Mergers and Acquisitions, Financial and Institutional Forces”. ECB Working Papers, March 2009.

Chislett, William (2002) The Internationalization of the Spanish Economy., Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos.

Chislett, William (2003) Spanish Direct Investment in Latin America: Challenges and Opportunities., Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos.

Damodaran, Aswath (1999) Value Creation and Enhancement: Back to the Future, Stern School of Business

Damodaran, Aswath (2007) Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications, Stern School of Business

Datta, D. K. y Puia, G. (1995): “Cross-border Acquisitions: An Explanation of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms”, Management International Review, vol 35, n° 4, pp. 337-359.

Dos Santos, Marcelo B., Errunza, Vihang R. P., Miller, Darius (2008) Does corporate international diversification destroy value? Evidence from cross-border mergers and acquisitions. Editorial Elsevier.

Dunning J. & Lundan S. (2008) Multinational Enterprise and the Global Economy. Pag. 315

Dunning, John H. (2008) Foreign Direct Investment, Location and Competitiveness, Editorial Elsevier.

Dunning, John H.,(2008) Economic analysis and the multinational enterprise: editorial., George Allen and Unwin, Londres.

Durán, J.J. y Lamothe, P. (1991) "El proceso de internacionalización de la banca española". Información Comercial Española

Durán, J.J. (1996): Multinacionales Españolas I. Algunos casos relevantes., Ediciones Pirámide: Madrid.

Durán, J.J. (1997): Multinacionales españolas II. Nuevas formas de internacionalización, Ediciones Pirámide: Madrid.

Durán, J.J. (1999): Multinacionales españolas en Iberoamérica, valor estratégico, Pirámide: Madrid.

Durán J.J. (2003) Veinticinco años de inversión directa española en el exterior 1978-2003. Economía Industrial Núm 349-350. (147-154)

Durán J.J. et al. (2005). La empresa multinacional española estrategias y ventajas competitivas. Minerva Ediciones.

Durán J.J. Lamothe, P. y Úbeda, F. (2005) Impact of geographical diversification on the performance volatility of Spanish multinational corporations, 10- 13 December 2005; Oslo. 31 European International Business Academy (EIBA) Conference.

Fernandéz, Pablo (2002) EVA and Cash Value added do NOT measure shareholder value creation. IESE

García- Canal, E. y Guillén M. (2010) The New Multinationals: Spanish Firms in a Global Context, Cambridge University Press.

Guillén M. (2005) The rise of Spanish Multinationals, European Business in the Global Economy, Cambridge University Press.

Inciarte, Matías Rodríguez (2004) la expansión exterior de la banca española, Universia Business Review

Hamel, Gary (1994) Competing for the future, Editorial Harvard Business Press.

Kaplan, Steven N & Weisbach, Michael S, ((1992). " The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures," Journal of Finance, American Finance Association, vol. 47(1), pages 107-38, March.

Lamothe Fernández, Prosper (2009) La Banca internacional después de la crisis de las subprime., Cuadernos de Información Económica, septiembre/octubre, 2009 págs. 123-130

La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A. (1997): "Legal determinants of external finance". *Journal of Finance*, vol. 52, págs.: 1131-1150.

Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. 5ª Edición. Ecobook. Madrid.

Morck, Randall & Yeung, Bernard, 1992. "Internalization : An event study test," *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 33(1-2), pages 41-56, August.

Madden, Bartley J. (1999) *CFROI Valuation*, Editorial Butterworth-Heinemann

Markides, C.C. & C.D. Ittner (1994), "Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U.S. International Acquisitions," *Journal of International Business Studies*, 25, 343-360.

Porter, Michael (2008) *On Competition*, Editorial, Harvard Business Press

Revista ICE, 839 Nov – Dic 2007

Rossi, S., & Volpin, P. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, Issue. 2 November pp. 277-304.

Seth et al. ((2002). Value creation and destruction in cross-border acquisitions: an empirical analysis of foreign acquisitions of U.S. firms. *Strategic Management Journal* 23, 921-940

Stern & Stewart en 1991, *Economic Value Added*, EVA ®.

Shleifer & W. Vishny, (1989). "Increasing Returns, Durables and Economic Fluctuations," NBER Working Papers 3014, National Bureau of Economic Research, Inc.

Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W., (1989). "Management entrenchment : The case of manager-specific investments," *Journal of Financial Economics*, vol. 25(1), pages 123-139, November.

Velarde Fuertes, Juan (2010) *Cara y cruz del mundo empresarial español*, Diario ABC – Economía 28-08-2010

2.- Antecedentes. El entorno económico y su influencia en la expansión de las empresas españolas.

1. Los procesos de concentración de las empresas españolas a raíz del ingreso de España en la UE (1986-1995)

En los años previos a la incorporación de España a la Comunidad Económica Europea (actualmente Unión Europea), el tamaño de las empresas locales era significativamente inferior al de sus homólogas del Continente. Para paliar esta atomización, a principios de los 80 se pusieron en marcha varias iniciativas, siendo la más relevante la creación de un régimen especial que concedía importantes bonificaciones fiscales a la concentración de empresas, pudiendo alcanzar hasta el 99 % de los impuestos inherentes a dichas operaciones (Serra y Gómez Albero, 2000). Un total de 407 fusiones (Tabla 1) se beneficiaron de este régimen, la mayor parte en la segunda mitad de la década, una vez las compañías vieron saneados sus balances como consecuencia de la fuerte generación de recursos en los años precedentes (1984-87). En este contexto, los directivos de estas firmas consideraron esta fórmula como la vía más efectiva para alcanzar las economías de escala propias de la gran empresa (Sanchís, 1990).

Tabla 1 – Fusiones acogidas a la ley 76/1980

Periodo	Expedientes resueltos		Expedientes concedidos	
	nº	%	nº	%
1981	27	100	20	74
1982	38	100	27	71
1983	49	100	42	85,7
1984	43	100	33	76,7
1985	38	100	37	97,4
1986	34	100	30	88,2
1987	37	100	34	91,9
1988	47	100	45	95,7
1989	40	100	37	92,5
1990	52	100	43	82,7
1991	37	100	30	81
1992	38	100	21	55,3
1993	8	100	8	100
Total	488	100	407	83,4

Fuente: Elaboración a partir de datos de la Secretaría de Estado de Hacienda (1984, 1987, 1993, 1994)

Tabla 2 – Fusiones (Período 1986 - 1991)

Ambito	Nacional		Comunitario (1)		Internacional (2)		Total	
	nº	%	nº	%	nº	%	nº	%
España	204	100					204	86,4
Francia	11	64,7			11	4,7
Reino Unido	2	11,8			2	0,85
Alemania	2	11,8			2	0,85
Italia	1	5,9			1	0,42
Resto UE	1	5,9			1	0,42
Estados Unidos			5	33,3	5	2,11
Japón			2	13,3	2	0,85
Otros (2)			8	53,4	8	3,4
Total	204	100	17	100	15	100	236	100

(1) no se incluye España

(2) Fusiones realizadas entre empresas españolas y países no comunitarios.

Fuente: Martínez et al. (1995)

Algo más del 84% de las operaciones de fusiones y adquisiciones que tuvieron lugar hacia el final de la década (1986-1991) (tabla 2) fueron operaciones de compraventa nacionales; es decir, celebradas exclusivamente entre empresas españolas, lo que puso de relieve la importancia que dieron a estos procesos como medio para incrementar tamaño y competir en el nuevo marco europeo. Esta fórmula, que ayudó a ganar estatura en ciertos sectores, no pudo aplicarse sin embargo a otros que resultaban claramente no competitivos en una economía abierta, como por ejemplo la minería o el textil. Por otra parte, el incipiente pero imparable fenómeno de la globalización obligó a buscar alternativas en áreas tales como la informática o la automoción, que requerían de mucho mayor tamaño para abordar las altísimas inversiones necesarias para poner en el mercado productos y servicios globalmente competitivos. En esos casos, se optó por atraer socios externos que apuntalaran a los líderes locales, dando como resultado la toma de muchas compañías españolas por parte de otras europeas o de fuera de la Unión (Volkswagen/Seat, Iveco/Pegaso, Fujitsu/Telesincro, etc.). Al amparo de estas grandes operaciones, otras firmas del continente aprovecharon las oportunidades que brindaba el tejido industrial español del momento, resultando ser las empresas francesas las mayores compradoras con gran diferencia, seguidas de las británicas y alemanas. Una

idea de este movimiento de inversión extranjera hacia la península, lo da el hecho de que de las 149 operaciones de M&A registradas por la Comisión Europea para España en el período 1992/93, tan sólo en 14 las firmas españolas figuraban como compradoras, mientras que en las 135 restantes eran ellas objeto de adquisición¹¹. Quedaban por último otros sectores, algunos con empresas participadas por el Estado, en los que sí era posible un proceso de concentración entre firmas domésticas, como en los casos de la banca, las *utilities*, la construcción y los servicios. En el sector financiero, las ocho grandes entidades que existían a principios de los ochenta, quedaron reducidas a cinco a finales de 1995 (BBV, BCH, Santander-Banesto, Argentaria y Popular), y finalmente a tres en 2001 (Santander, BBVA y Popular), una vez se consumó la última fusión entre el Banco Bilbao Vizcaya y Argentaria. Un fenómeno similar aconteció en el sector eléctrico, donde un sinfín de pequeñas operadoras regionales acabaron concentrándose hasta quedar agrupadas en cuatro grandes: Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa e Hidrocarburo, que sin embargo, y a pesar de su mayor dimensión, pretendieron seguir fusionándose, por cuanto las propias firmas resultantes de la concentración consideraban que el tamaño alcanzado aún era insuficiente para competir en un futuro mercado energético europeo. Entre los nuevos movimientos corporativos que se produjeron destacan la adquisición de Hidrocarburo por parte de Eletricidade de Portugal EDP, las OPAs de Iberdrola sobre Endesa (2003) e intento de fusión con Fenosa (2006), y finalmente la adquisición de Endesa por la italiana Enel (2008) y la de Unión Fenosa por parte de Gas Natural (2009). Finalmente, en el sector de la construcción, pionero en la salida al exterior en los años 60 y 70, también se produjeron diversas operaciones corporativas tendentes a conseguir la suficiente masa crítica de cara a poder licitar obras internacionales de mayor envergadura. Baste citar como ejemplo a Sacyr Vallehermoso, constituida por 17 compañías diferentes en 1982, y aglutinadas a lo largo de veinte años en base a procesos de concentración. Sin ser tan intensos, similares procesos de fusiones y adquisiciones sufrieron otras muchas empresas hasta perfilar firmas como ACS, FCC, Ferrovial o Acciona.

Como conclusión puede afirmarse que, antes de su configuración como multinacionales, las grandes empresas españolas experimentaron un proceso de concentración entre ellas que las dotó de la masa crítica imprescindible para competir en tamaño y rentabilidad con sus homólogos europeos, proporcionándoles a su vez acceso a las fuentes de financiación, condición imprescindible para poder optar a la adquisición de grandes negocios internacionales.

¹¹ Comisión de las Comunidades Europeas (1994)

2. Liberalización de la economía española. Privatización del sector público.

Otro fenómeno de especial relieve, previo a la expansión internacional de las grandes firmas españolas, fue la venta por parte del Estado de su participación en aquellas en las que había sido accionista. A pesar del intervencionismo del período autárquico, y contrariamente a lo que pudiera pensarse, a comienzos de la década de los ochenta, el sector público empresarial era más reducido en España que en otros países europeos, de forma que en 1982 su peso medio sobre el valor añadido, el empleo y la formación bruta de capital fijo (excluido el sector agrario) era de tan solo el 12%, frente al 14% en Alemania, el 22,8% en Francia y el 16,2% en Reino Unido (Myro (1989) y Cuervo et al (1997). Aun así, la importancia del sector público en la economía española era más que notoria ya que aún empleaba al 5,2% de la población activa y representaba un 15,1% del valor añadido bruto de bienes y servicios; cifras que a finales de 2007, se habían reducido al 1,4% y el 2,6% respectivamente¹²; habiendo ingresado el Estado más de 25.000 M € por su venta.

2.1. Razones para la privatización de empresas públicas en España

Entre los estudios académicos que tratan el proceso de privatizaciones en España, existe un común denominador acerca de las causas que lo motivaron, destacando las siguientes:

- ***Liberalización mundial de la economía.*** En definición de Salmon (2002), la liberalización económica es un proceso que implica cambios en el marco regulatorio diseñados para librar a los mercados (de capitales, productos, empleo y terrenos) de la intervención de los gobiernos, aumentar su eficacia y corregir sus distorsiones. Conlleva la retirada de las instituciones públicas de la participación directa en la economía (privatización) y la supresión de las barreras al libre funcionamiento del mercado (desregulación) Pues bien, ese proceso se generalizó globalmente a finales de los años 90, de forma que tan solo en el período 1977-1999, se registraron 2.459 privatizaciones en 121 países con un valor total de 1,1 billones de dólares (Meggison, Netter, 2001). España, dentro de la Unión Europea, no fue ajena a esta corriente, adhiriéndose a ella sobre todo a partir de 1996, lo que la convirtió en una de las economías más abiertas del mundo¹³.
- ***Acta única europea.*** Meses antes de la entrada en vigor del Acta Única de la Comunidad Económica Europea en enero de 1993, que impedía que a excepción de sectores muy concretos las empresas públicas fueran subvencionadas por el Estado, España puso en marcha el proyecto Teneo, un conglomerado de 47 empresas públicas consideradas rentables o con futuro, y por tanto susceptibles de privatización, pertenecientes a sectores tan diversos como el financiero, las telecomunicaciones, la energía o el transporte aéreo. Entre ellas se encontraban firmas como Iberia, Casa, Endesa o Argentaria, integrada luego en BBVA, que

¹² Empresa Pública, Privatización y Eficiencia. Banco de España. Estudios Económicos nº 75

¹³ En 2009 España estaba considerada una economía más abierta que la de países como Australia, Brasil, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Italia, Japón o Rusia. ("Reflexiones sobre un obligado futuro". Velarde, 2011)

en total sumaban una facturación anual superior a los 100 MM €, y contaban con una plantilla cercana a los 80.000 trabajadores. El plan era lograr que estas empresas alcanzaran un nivel de rentabilidad que las hiciera suficientemente atractivas al capital privado, para posteriormente sacarlas a Bolsa, saliendo el Estado de su accionariado.

- **Racionalización de las cuentas públicas y necesidad de ingresos por parte del Estado.** Independientemente de las múltiples razones para la privatización argüidas por los diferentes gobiernos (aumento de la competencia, déficit de las propias empresas, etc.), a lo largo del proceso siempre subyacieron motivaciones financieras vinculadas con la Hacienda (Bel y Costas, 2001). La entrada en vigor del tratado de Maastrich, que exigía un déficit público inferior al 3% del PIB y una deuda pública por debajo del 60% de éste, supuso la aceleración del proceso, de forma que en los años 1997-98 España se convirtió en el sexto país de la OCDE en cuanto a número de privatizaciones. Y si bien los ingresos procedentes de las mismas no computaban directamente como ingresos del Estado, sino indirectamente por el efecto de las plusvalías y de la disminución de intereses debido a la disminución de deuda; Vergés (1998) estimó que en 1997 el déficit público se había reducido un 45% gracias a las privatizaciones, lo que indica que el proceso fue determinante para reducirlo por debajo del 3% del PIB, tal como fijaban los criterios de convergencia de Maastrich.

Tabla 3 – Ingresos por privatizaciones (1986 – 1999)

Año	Ingresos por privatizaciones (M€)	Importe respecto al PIB (%)	Año	Empresa	perteneciente al holding de control	Sector/actividad	% Vendido	Importe Obtenido (M€)	%Restante pro. Publ
1985	-	-	1986	ACESA	F.G.D	Autopistas	57,6	s.d	0
1986	79	0,04		GESA	Endesa/INI	Electricidad	38	s.d	55,3
1987	579	0,3	1988	ENDESA (1)	INI	Electricidad	20,4	481	75,6
1988	551	0,2		ENCE	INI	Papel	34,8	79	66,2
1989	815	0,3	1989	REPSOL (1)	INH	Petróleo	30,6	939	69,4
1990	-	-	1990	REPSOL (2)	INH	Petróleo	2,9	192	66,5
1991	-	-	1992	REPSOL (2)	INH	Petróleo	2,1	y	64,4
1992	-	-		REPSOL (3)	INH	Petróleo	10	421	54,4
1993	2.462	0,7	1993s	ARGENTARIA (1)	Gr Patrim	Banca	24	715	
1994	1.008	0,2		ARGENTARIA (2)	Gr Patrim	Banca	24,34	1040	51,66
1995	2.318	0,6		REPSOL (4)	INH	Petróleo	13,9	661	40,5
1996	2.042	0,5	1994	ENDESA (2)	INI-Teneo	Electricidad	8,7	871	65,9
1997	12.481	2,7	1995	REPSOL (5)	SEPI-Teneo	Petróleo	19,5	1.205	21
1998	13.083	2,6		ENCE (2)	SEPI-Teneo	Papel	14,89	78	51,3
1999	2.900	0,5		TELEFONICA (1)	Gr Patrim	Telecomunicaciones	10,7	950	21,16
				INDRA (1)	SEPI-Teneo	Electrónica	24,8	18	63
			1996	AUXINI (1)	SEPI-Teneo	Construcción	40	18	60
				REPSOL (6)(feb)	SEPI-Teneo	Petróleo	11	798	10
				ARGENTARIA (3)	Gr Patrim	Banca	25,4	962	26,2
				GAS NATURAL	SEPI	Gas	3,8	217	0
			1997	TELEFONICA (2)	Gr Patrim	Telecomunicaciones	21,16	3.649	0
			abr	REPSOL (7)	SEPI	Petróleo	10	1.014	0
			jul	CSI (1)	AIE	Siderurgia	35		65
			jul	RETEVISION (2)	Min. Fomento	Telecomunicaciones	60	699	40
			set	ALDEASA	Aena	Tiendas libre Imp.	20%	s.d	
			oct	ALDEASA	SEPPA	Tiendas libre Imp.	80%	270	0
			otc	ANDESA (3)	SEPI	Electricidad	25	4.508	41,9
			nov	CSI-Aceralia (2)	AIE-SEPI	Siderurgia	12,2	269	52,8
				AUXINI	SEPI	Construcción	60	s.d	0
			dic	CSI-Aceralia (3)	SEPI	Siderurgia	52,8	975	0
			1998	ARGENTARIA (4)	SEPPA	Banca	28,6	1.953	0
			abr	TABACALERA	SEPPA	Tabaco/aliment	52,4	1.863	0
			jul	ENDESA	SEPI	Electricidad	41,1	8.955	0
			jul	COMEE	SEPI	Cia Op Merc Elec Emp	100		
			1999	INDRA	SEPI	Electrónica	63	556	0
			jul	Red Electrónica de E	SEPI	Red alta tensión	31,5	481	28,51
				RETEVISION (2)	Min. Fomento	Telecomunicaciones	30	741	10
			dic	IBERIA (1)	SEPI	Lineas aéreas	40	1.046	53,9
			2001	IBERIA (2)	SEPI	Lineas aéreas	48,5	586	5,4

Fuente: La privatización y sus motivaciones.
Bel y Costas (2001).

2.2. Secuencia del proceso de privatizaciones.

El proceso tuvo dos períodos claramente diferenciados tanto en términos de los objetivos perseguidos, como de las empresas a las que se dirigió e incluso en cuanto a las formas de privatización (Comín, 2000). El primero coincide con el cambio de Gobierno en 1982, que comenzó una nueva política respecto a la empresa pública motivada por la futura entrada en la Comunidad Europea, que incluyó reestructuraciones y privatizaciones, como consecuencia de la aplicación de la normativa comunitaria sobre desregulación, desmonopolización y defensa de la competencia. Esta normativa afectó sobre todo a empresas y sectores que recibían elevadas subvenciones (minero, naval, siderúrgico) y a los monopolios (Campsa, Tabacalera, Telefónica, Iberia, Renfe, Correos). En este contexto, las privatizaciones de este período aparecieron como un modo más de hacer frente a la necesaria racionalización del sector público empresarial. Los métodos seguidos para llevarlas a cabo fueron generalmente la venta de activos a través de subasta o de negociación directa, dado que, en general, las empresas privatizadas acumulaban pérdidas. No obstante, en los años 80 también se colocaron paquetes de acciones en Bolsa a través de Ofertas Públicas de Venta (OPVs) cuando se trataba de empresas con beneficios; los más significativos, el 20% de Endesa (1988) y el 24% de Repsol (1989). Tras el paréntesis 1990-1992, el Gobierno continuó con las OPVs de Repsol, Argentaria, Ence y Telefónica entre otras, privatizaciones estas en las que los tramos minoristas tuvieron una elevada importancia, si bien en algunos casos el Estado buscó la creación de “núcleos duros” de accionistas que evitaran la excesiva dispersión del capital y la pérdida de control (Gámir, 1999). En total se efectuaron 16 OPVs de empresas públicas hasta junio de 1996, que supusieron unos ingresos cercanos a los 10.000 M €. Como consecuencia de todo ello, el peso de la empresa pública se redujo desde el 5,2% a finales de 1984 hasta el 3,5% en 1995 en términos de empleo, de acuerdo con la Encuesta de Población Activa. En ese mismo período, el INI (Instituto Nacional de Industria) que concentraba cerca del 90% del sector público industrial, redujo su número de empresas de 142 a 65 y su plantilla cayó de 262.000 empleados a 130.000 (Comín, 2000).

A partir de 1996 las privatizaciones formaron parte de la corriente liberalizadora del nuevo Gobierno. Mientras hasta entonces el objetivo había sido racionalizar la empresa pública impidiendo que absorbiera capital al Estado vía subvenciones o presupuestos generales; en esta segunda fase España surge como defensora de la liberalización, mostrando sus credenciales a través de una serie de iniciativas políticas (Ariño Ortiz, 2000). Otras diferencias con el proceso anterior a 1996 se encuentran en los métodos, de forma que en esta segunda fase las privatizaciones se realizan mayoritariamente a través de operaciones de venta (OPV) por las que se ingresan 24.200 M €. Estas OPVs posteriores a 1996 muestran además algunas características distintas, afectando a la totalidad del capital de las empresas (excepto Endesa, por tramos), con un tamaño medio superior y, en general, con porcentajes de tramos minoristas superiores. Algunos estudios (Bel, 1998) (Arcas y Ruiz, 2000) apuntan a una reducción de los costes de las OPVs en el período, que habrían pasado de un 11,5% de los ingresos brutos de media antes de 1996 a un 8,4% en el período 1996-97, el más activo en términos de ingresos por privatización. Entre las OPVs del período cabe destacar las de Gas Natural. Telefónica-97, Repsol-97, Endesa-97, Argentaria-98, Tabacalera-98 y Endesa-98. La última privatización tuvo lugar con la venta del 2,95% de Endesa a la italiana Enel en 2007, con motivo del complejo movimiento de OPAs sobre la eléctrica española.

2.3. Consecuencias

No cabe duda de que todo el proceso de privatizaciones provocó una transformación importante del panorama empresarial español, que vio como grandes entes públicos o semipúblicos pasaban a manos privadas en un espacio relativamente reducido de tiempo. En términos de empleo, el peso del sector público empresarial se redujo desde el 3,5% del total de asalariados de la economía en el segundo semestre de 1996 hasta el 1,5% en el segundo trimestre de 2003, y en términos de Valor Añadido, las empresas públicas no financieras pasaron de representar el 12% en 1996 al 2,6% en 2002. Acudiendo a datos más recientes, a finales de 2009, el Estado únicamente poseía participaciones muy minoritarias en empresas cotizadas (Red Eléctrica, Enagás, EADS, Iberia y Ebro) que no suponían más allá del 1% de la capitalización del Ibex-35, un porcentaje mínimo frente al 10,9% que poseía en 1996 o el 16,6% en 1992.

Aunque en la mayoría de los casos la privatización de las empresas fue completa, en otros¹⁴ el Estado se reservó la denominada “acción de oro”; es decir, el derecho a requerir autorización administrativa previa a determinadas decisiones de los órganos sociales durante un período de tiempo concreto. Y si bien la Comisión Europea llamó la atención acerca de la ilegalidad de esta forma de protección, la acción de oro siguió vigente hasta su vencimiento en todas las compañías, lo cual no impidió que durante este tiempo algunas de ellas realizaran adquisiciones en el exterior (como la de Enersis por parte de Endesa), puesto que si bien existía una participación residual del Estado en la firma compradora, sin embargo el mercado interpretó la voluntad inequívoca de éste por culminar el proceso de liberalización llevado a cabo, saliendo enteramente del capital de las grandes empresas. Por consiguiente puede concluirse que las sucesivas oleadas de privatizaciones en los años 80 y especialmente las realizadas en el trienio 1996-99, permitieron que el capital privado entrara en las grandes firmas de sectores estratégicos como la energía, las telecomunicaciones y en mucha menor medida la banca, dotando a estas compañías de una base estable de accionistas, y liberándolas de la etiqueta de empresas públicas; condición necesaria para iniciar la adquisición de otras empresas en el exterior, que como en el caso de Latinoamérica, a su vez procedían de privatizaciones llevadas a cabo por sus respectivos gobiernos.

3. Entorno económico del período 1996-2007

Otro de los factores determinantes para entender la rápida expansión internacional de las firmas españolas fue el favorable entorno económico del país, que tuvo un impacto positivo tanto en sus cuentas de resultados como en su cotización bursátil. Sus características principales pueden resumirse en las siguientes:

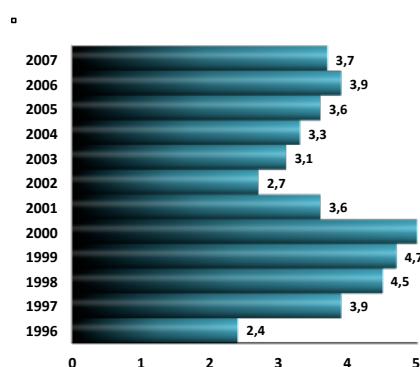
- (1) Crecimiento del PIB muy superior a los países del entorno.
- (2) Reducción del desempleo y absorción de población inmigrante.
- (3) Equilibrio de las cuentas públicas y convergencia con Europa.
- (4) Altos niveles de inflación y estancamiento de la productividad,
- (5) Desequilibrio de la balanza comercial y excesivo peso de la construcción.

¹⁴ Telefónica (acción de oro hasta 2007), Argentaria (hasta 2001), Indra (hasta 2006) Altadis (hasta 2006), Endesa (hasta 2008), y Repsol (hasta 2005)

3.1. Crecimiento del PIB

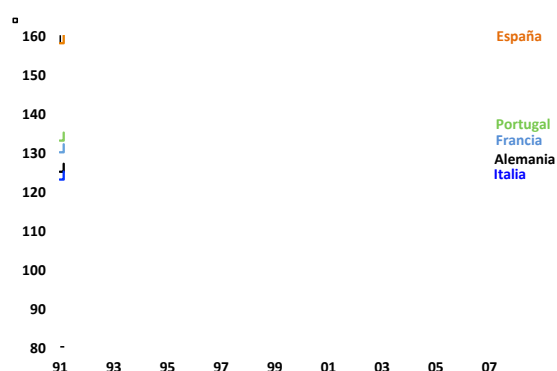
Durante el período, el PIB de España a precios corrientes pasó de los 447MM € a finales de 1995 a los 1.054 en 2007, lo que significó multiplicarlo por casi 2,4 en tan solo doce años. El crecimiento promedio en términos reales resultó del 3,6%, muy superior al 2,2% de la UEM, o al 1,5% de Alemania, e incluso por encima de los Estados Unidos que registraron un 3,5% en dicho período (Figura 1). Por consiguiente es en este lapso cuando la economía española toma clara ventaja sobre los países del entorno, algo que no había sucedido anteriormente, puesto que en la primera parte de los años 90 el ritmo de crecimiento español había sido muy similar al suyo (Figura 2)

Figura 1. Crecimiento del PIB real en %



Fuente: BBVA Research

Figura 2. PIB español comparado con países del entorno

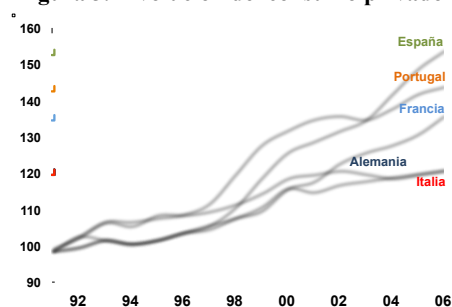


Fuente: INE

Este incremento del PIB vino impulsado por todos los componentes, siendo los más destacados el consumo privado y la inversión. En cuanto al primero, tanto el aumento de población durante el período, debido fundamentalmente a la llegada de más de cuatro millones de inmigrantes, como la creación de más de siete millones de nuevos puestos de trabajo, contribuyeron a que el consumo de los hogares creciera a tasas cercanas al 7%, muy por encima de los países europeos. Por su parte, la inversión se centró tanto en bienes de equipo, como en obra pública y residencial, ésta última muy acusada a partir del 2003. Mientras la inversión en obra civil respondió a los ambiciosos planes de infraestructuras auspiciados por las diferentes administraciones, la residencial viene explicada por el acceso de los *late baby boomers* españoles a la vivienda y a la demanda de la creciente población inmigrante, ambas favorecidas por un entorno de bajos tipos de interés. Otro de los factores clave en el crecimiento de la actividad inversora fue la recepción de fondos estructurales por parte de la Unión Europea, que entre 2000 y 2006 alcanzaron 38.096 M € (a precios de 1999), el equivalente al 1,4% del PIB y a casi el 3% de la inversión total de dicho período. En total, las ayudas recibidas procedentes de los Fondos Europeos de Desarrollo Regional (FEDER) representaron el 15,5% de la inversión pública total, lo cual a su vez estimuló el capital privado, con una aportación estimada de 0,4 puntos al crecimiento de la demanda de capital productivo en total de la economía. El alto volumen de fondos dedicado al desarrollo de infraestructuras (58% del total), unido a las inversiones en educación y sanidad, tuvo un impacto muy positivo en el empleo, sobre todo en las zonas objetivo 1, correspondientes a las regiones más desfavorecidas como Andalucía, que entre 1999 y 2007 vio incrementada su tasa de empleo en un 48,7%¹⁵.

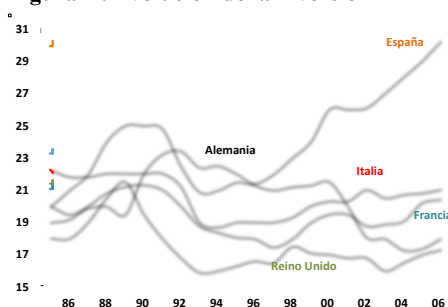
¹⁵ “Fondos Estructurales y Convergencia Regional. Papeles de Economía Española. N° 123. Funcas

Figura 3. Evolución del consumo privado



Fuente: INE

Figura 4. Evolución de la inversión



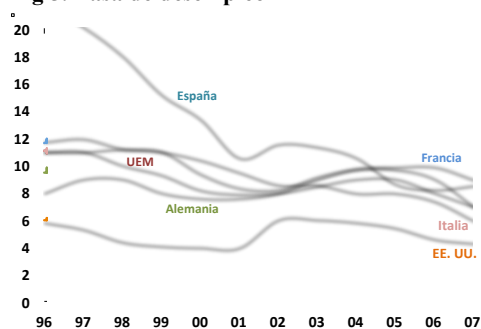
Fuente OCDE

Desde el punto de vista de la oferta, España se configuró durante el período como un país netamente de servicios, pasando estos últimos de representar un 61% del PIB en 1995 a un 74 % en 2007. Y si bien el crecimiento y posterior declive de la economía se atribuyeron casi exclusivamente a la construcción, sin embargo fue el sector servicios el que más contribuyó a la expansión. Entre los de mayor auge, los financieros y sanitarios, que entre 2000 y 2005, registraron crecimientos del 50% y 23% respectivamente, cifras igualmente asociadas al incremento de la población y la mayor capacidad adquisitiva de ésta, lo cual permitió su acceso a un número mayor de servicios.

3.2. Reducción del desempleo y absorción de población inmigrante

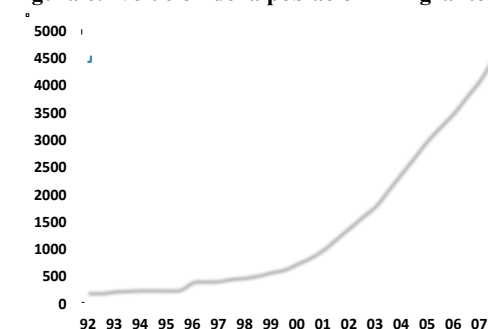
Mientras que el paro a finales de 1995 se situaba en el 20% de la población activa, en 2007 dicho porcentaje se había reducido por debajo del 9%, situándose prácticamente en la media de la Unión Europea. En cifras absolutas, se pasó de 13 millones de personas ocupadas a más de 20 millones en 2007, un incremento superior al 50%, insólito en tan corto período de tiempo. Las razones de la fuerte creación de empleo hay que buscarlas en la naturaleza de las actividades que propiciaron dicha expansión, como los servicios y la construcción, un sector este último particularmente intensivo en mano de obra y que a finales de 2007 empleaba a 2,7 millones de personas, más de un 13 % de la población activa. La estrechez del mercado laboral se compensó con la llegada de más de 4 millones de inmigrantes, que a finales de 2007 suponían un 14% del total de población activa y que contribuyeron a paliar el déficit demográfico del país, de tal forma que en tan solo diez años, la ONU dobló sus previsiones de población para España en 2050, que pasaron de los 30 millones que predecía en 1996 a los 55 millones estimados en 2007.

Fig 5. Tasa de desempleo



Fuente: Eurostat, BLS

Figura 6. Evolución de la población inmigrante



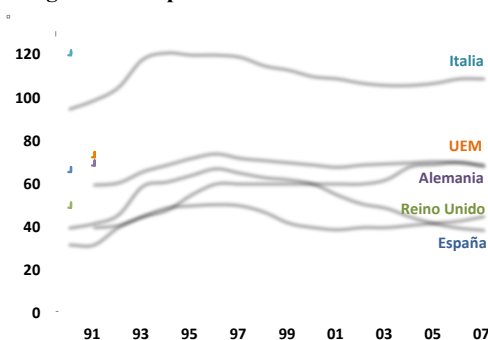
Fuente: INE

Tanto los nuevos ocupados como la población inmigrante recién llegada constituyeron un nuevo núcleo de consumidores con necesidades en cuanto a vivienda y otros servicios, lo que les convirtió a su vez en motores del crecimiento económico. Baste decir que en 2005, la población inmigrante compró un 25% de viviendas vendidas y suscribió entre un 15-20% del total de hipotecas, y si bien en cuanto a recaudación fiscal, el colectivo únicamente representó un 6% de los ingresos totales; según algunos estudios el fenómeno migratorio supuso una contribución al crecimiento del PIB en torno al 1% anual, lo que representa casi un tercio del crecimiento del período¹⁶.

3.3. Equilibrio de las Cuentas Públicas y Convergencia con Europa

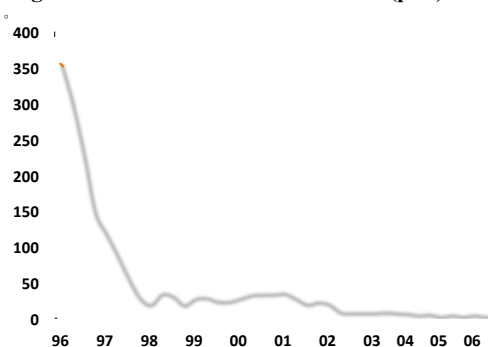
La fuerte actividad económica del ciclo alcista hizo incrementar los ingresos de todas las administraciones del Estado, de forma que las cuentas públicas se sanearon y de un déficit del 6,6% del PIB a finales de 1995 se pasó a un superávit del 1,9% en 2007, lo que unido a la reducción de tipos de interés tuvo un resultado espectacular sobre la deuda pública, que retrocedió desde el 65% al 36% del PIB, porcentaje significativamente inferior al promedio de la UEM (Figura 7).

Fig 7. Deuda pública como % del PIB



Fuente: INE

Fig 8 Diferencial con el bono alemán (p.b.)



Fuente: BdE

Este saneamiento de las cuentas públicas estimuló la confianza de los inversores internacionales, incrementándose la demanda de deuda pública española y reduciéndose significativamente el diferencial (*spread*) con el bono alemán, que pasó de 350 puntos básicos en 1996 a ser incluso negativo (menor interés de los bonos españoles), a finales de 2007, algo insólito en la historia económica del país.

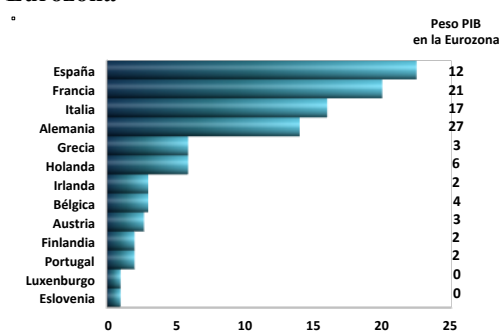
Convergencia con Europa

Más del 20% del crecimiento de la Eurozona durante este período fue atribuible a España, que se consolidó como cuarta economía de la misma con un peso del 12% del total (Fig.10). Este auge de la economía durante un lapso relativamente largo de tiempo alentó la convergencia con Europa en parámetros tales como el capital por empleado, la tasa de paro, el porcentaje de la población con educación superior, el capital residencial y el PIB por habitante (Fig. 10); lo cual según algunas teorías¹⁷ sobre crecimiento económico, determinarían el potencial de la economía a largo plazo.

¹⁶ “Inmigración y Economía Española (1996-2006)”. Presentación de la Oficina del Presidente del Gobierno. Miguel Sebastián (2006)

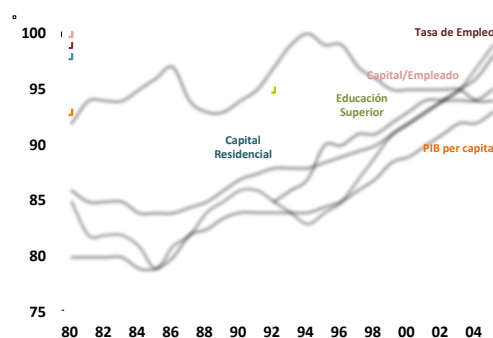
¹⁷ El modelo de Robert Solow (1956) basa el crecimiento a largo plazo en el capital (K) y la fuerza laboral (L).

Fig 9. Contribución al crecimiento de la Eurozona



Fuente: BdE

Fig.10. Convergencia con Europa



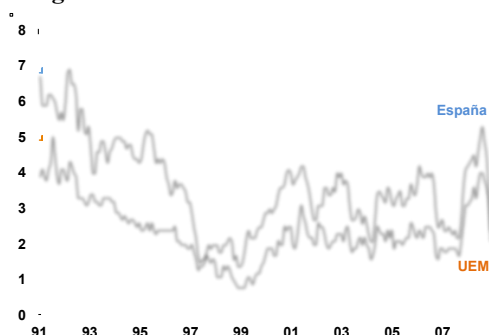
Fuente: BdE

Como se ha apuntado, los fondos europeos de ayuda al desarrollo contribuyeron en buena medida a esta convergencia, como por otra parte era su objetivo. Ahora bien, frente a algunos economistas que los consideran el único factor responsable del diferencial de crecimiento español con el europeo, cabe argumentar que otros países como Portugal o Grecia que los recibieron en una proporción aún mayor no alcanzaron similares niveles de convergencia con Europa, como en el caso de España.

3.4. Inflación por encima de la UEM. Estancamiento de la Productividad

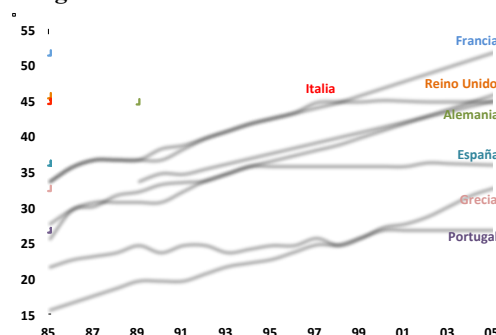
El auge de la economía durante este período no estuvo exento de desequilibrios propios de un recalentamiento, fundamentalmente el diferencial de inflación con los países de la UEM, que le hizo perder competitividad en términos de costes respecto al resto de miembros de la Unión. El incremento promedio de precios del período se situó en un 3,5% anual, un punto porcentual superior a la media europea, derivado del propio crecimiento de la demanda que creó tensiones inflacionistas y de la falta de competencia en determinados sectores, fundamentalmente en los servicios.

Fig 11. Inflación



Fuente: BdE

Figura 12. Productividad



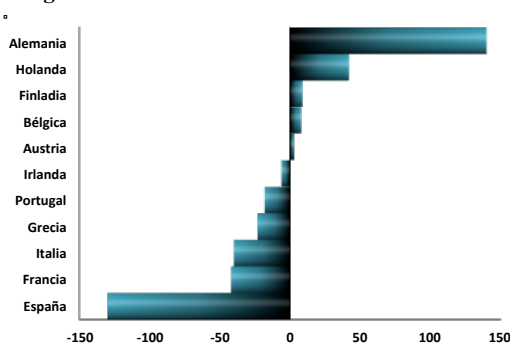
El segundo desequilibrio en términos competitivos se refiere a la productividad. En efecto, el hecho de que una buena parte del crecimiento se basara en sectores de mano de obra intensiva como la construcción y los servicios, hizo que la población ocupada se incrementara a un ritmo ligeramente superior al del PIB, lo que supuso un estancamiento de productividad (Fig.12). Esto unido al diferencial de inflación, hizo que las firmas españolas perdieran competitividad frente a sus homólogas de la Eurozona; situación esta que a diferencia del pasado ya no podía resolverse vía devaluación de la divisa.

3.5. Desequilibrios de la balanza comercial y del sector de la construcción

La fuerte demanda interna unida al encarecimiento del petróleo, que en el período 2005-2007 prácticamente se dobló, llegando incluso a alcanzar en algún momento los 140 dólares por barril de Brent, provocó un fuerte incremento en la cifra de importaciones, que se tradujo en un creciente déficit en la balanza comercial, y que en 2007 alcanzó el 11% del PIB el más alto de la UEM. (Fig.13). Como consecuencia, España se convirtió en importador neto de capitales extranjeros, financiadores de su crecimiento y de la inversión exterior. Y si bien históricamente la balanza comercial española ha tendido a equilibrarse mostrando superávit en épocas de recesión; sin embargo la excesiva dependencia del ahorro exterior en esta fase expansiva constituía una clara amenaza para la continuidad del ciclo, como se demostró durante la crisis económica posterior.

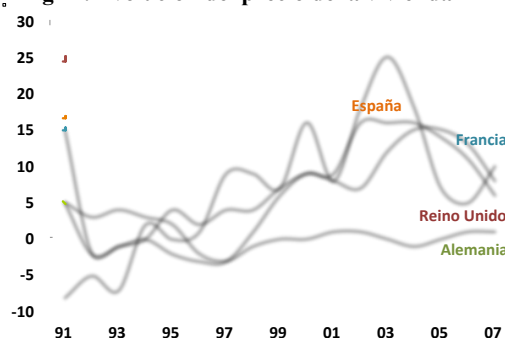
Otro importante desequilibrio durante esta fase, lo constituyó el sector de la construcción, que pasó de representar un 7% del PIB a finales de la década de los 90 a un 17,8% en 2007, casi el doble de los países del entorno. Dentro del mismo, el segmento inmobiliario suponía un 51,6% del total, con un promedio de 583.000 viviendas anuales construidas en el trienio 2005-2007, frente a una demanda de aproximadamente 400.000, lo que se tradujo en un elevado stock al final del período. En cuanto a los precios, la facilidad de acceso al crédito unido a los bajos tipos vigentes incrementaron significativamente la demanda, lo que se tradujo en una elevación de precios del 11,9% anual durante la década 1997-2007¹⁸, generando una burbuja solo equiparable a la de Gran Bretaña y Estados Unidos, y cuyo estallido no solo afectó al sector inmobiliario sino colateralmente al financiero. Asimismo, todo el impacto positivo que el sector había tenido en la generación de empleo (2,7 millones) se vino abajo, propiciando su caída un fuerte aumento del paro, de tal forma que en el año 2009, 1 de cada 4 desempleados provenía de la construcción.

Fig 13. Balanza Comercial



Fuente: Deutsche Bank Research

Fig 14. Evolución del precio de la vivienda



Fuente: Deutsche Bank Research

¹⁸ El stock de capital en viviendas en España y su distribución territorial. 1990-2007. Fundación BBVA 2009

4. Entorno financiero

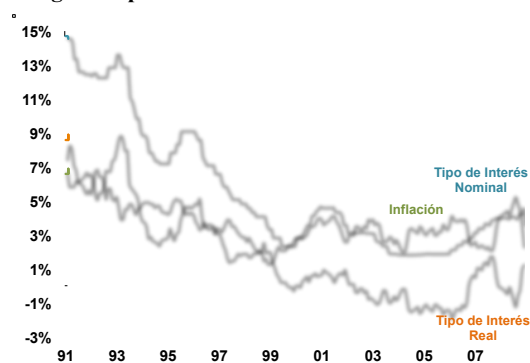
Los aspectos más importantes dentro del entorno financiero en el período 1996-2007 que afectaron a la expansión internacional de las empresas españolas pueden resumirse en dos:

- Disponibilidad de deuda a tipos de interés en mínimos históricos
- Alta rentabilidad de la Bolsa española

4.1. Tipos de interés

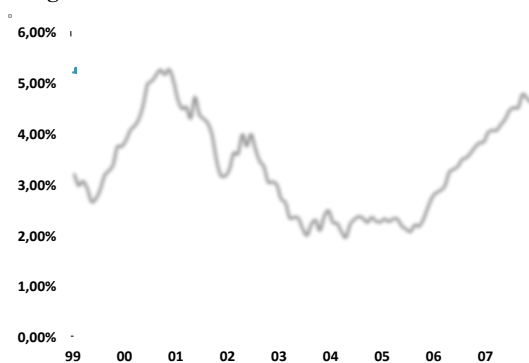
El período se caracterizó por ser el de menores tipos de interés de la historia económica de Europa. Desde el punto de vista monetario, el mayor hito de este tiempo fue la incorporación de España al nacimiento del Euro en 2001 con la consiguiente cesión al BCE de la política monetaria. Y si bien tuvo ventajas innegables, como la estabilidad cambiaria que hizo incrementar aún más la IED (España se convirtió en el segundo país de Europa tras Gran Bretaña en recepción de IED); sin embargo los tipos de interés de la eurozona quedaron supeditados a las necesidades de las economías más potentes, estancadas tras el estallido de la burbuja tecnológica y los atentados de Nueva York de Septiembre de 2001. Los bajos crecimientos de Francia (1,5% en 2003 y 1,1% en 2004) y Alemania (0,8% en 2003 y 1% en 2004), hicieron que el BCE mantuviera los tipos bajos durante un largo período de tiempo, lo cual resultó contraproducente para la economía española, creciendo a fuerte ritmo pero con una inflación que superaba el 3% anual. En este contexto, durante al menos tres años la economía española se encontró en un entorno de tipos reales negativos, creando una burbuja de valoración de activos en general, particularmente inmobiliarios, lo que agravó aún más la crisis que se inició en 2008.

Fig15. Tipos de interés vs Inflación



Fuente: BdE

Fig16 Evolución del Euribor



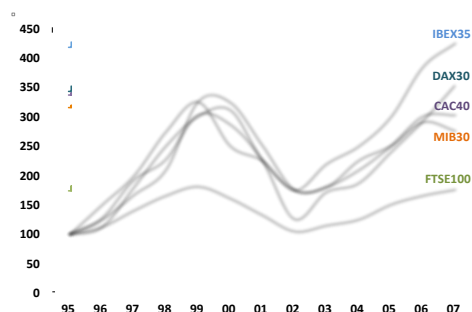
Fuente: BdE

Esta política también tuvo consecuencias en los movimientos adquisitivos de empresas españolas en el exterior, pues si bien 2001-2003 fue el de menor actividad como consecuencia de la incertidumbre política que siguió al 11-S y el estancamiento de las economías latinoamericanas; sin embargo, fruto de la abundancia de deuda a bajo coste y de los beneficios crecientes de la banca y el sector inmobiliario, durante el siguiente período de tipos reducidos (2004-2006) se realizaron algunas de las adquisiciones internacionales de mayor cuantía, en general muy apalancadas. Fue el caso de la compra

de la británica O2 por parte de Telefónica en 2005 (26.135 M€, íntegramente financiados con deuda), o las de Eiffage, BAA y Scottish Power, adquiridas mediante endeudamiento. Por consiguiente, los bajos tipos de interés contribuyeron a incrementar las compras apalancadas de empresas en el exterior produciendo una salida neta de inversiones directas en un período de creciente déficit en la balanza por cuenta corriente, al contrario de lo sucedido en la mayoría de los países industrializados. En este sentido, España es uno de los pocos países que desafía la paradoja de Feldstein-Horioka¹⁹, ya que fue el ahorro externo el que financió en gran medida no solo la inversión doméstica sino una buena parte de la expansión internacional del sector privado (Arahuetes y García Domonte, 2006).

4.2. Los mercados financieros. La Bolsa española.

Fig 17. Evolución de los principales índices europeos (1995-2007)



Fuente: Datastream

Otro factor relevante para la expansión exterior fue el buen comportamiento de la Bolsa española durante el período 1996-2007, cuya revalorización media anual alcanzó el 12,7% anual (Ibex-35), superior a la de los índices de las principales bolsas europeas como el Dax alemán (11,2%) o el CAC francés (9,6%) (Figura 17). De acuerdo a estos parámetros, un inversor medio de la bolsa española que hubiera puesto 100 euros al inicio del período, habría obtenido 418,7 euros, dividendos aparte. Si bien, obviamente la volatilidad de la Bolsa hace que las valoraciones cambien bruscamente, como

sucedió tras la crisis de 2008, sin embargo una revalorización tan significativa sostenida durante un largo período de tiempo, tuvo al menos dos efectos claros en los movimientos de adquisición exterior:

- El primero fue la posibilidad de realizar el pago de adquisiciones con acciones propias, constituidas en “moneda fuerte” al cotizar a múltiplos significativos. En efecto, la fuerte revalorización de los títulos tanto en el período 1997-2000 como en 2004-2007 no solo contribuyó a la estabilización accionarial de las propias firmas sino que hizo que sus títulos fueran aceptados como pago por las empresas vendedoras. Siguiendo esta modalidad se realizaron compras millonarias como la de YPF (14.195 M€) por parte de Repsol, la de Lycos (5.583 M€) por parte de Telefónica/Terra o la de Abbey National por parte del Banco Santander. Estas adquisiciones supusieron ampliaciones de capital, que en su mayor parte se realizaron a precios ventajosos comparativamente con las cotizaciones de años precedentes. Así, la operación Verónica de macro ampliación de capital para el pago de las OPAs lanzadas sobre Telefónica de Argentina, Telesp y Telesudeste Celular de Brasil y Telefónica de Perú, supuso la emisión en 2000 de 619 M de acciones propias a un precio de 22,50 € por título, aproximadamente el doble de su cotización al inicio del año anterior y más del triple del que se valoraban sus títulos en 1997, tan

¹⁹ La paradoja indica que el ahorro y la inversión están fuertemente correlacionados. En períodos y países en los que el ahorro es alto, también lo es la inversión. Fedstein y Horioka (1980)

solo tres años antes. Estas transacciones así pagadas, permitieron reducir significativamente la dilución de los accionistas existentes, que de otra forma no hubieran podido abordar dicho pago con títulos propios, necesitando de un fuerte endeudamiento. Por otra parte, a pesar de que algunos autores se muestran escépticos acerca del éxito de las operaciones de M&A no abonadas en metálico²⁰, cuando una adquisición se paga con acciones propias, de alguna forma se está compartiendo el riesgo con los accionistas de la firma vendedora, puesto que al aceptar éstos acciones del comprador, están asumiendo el riesgo de la empresa compradora en su conjunto, incluido el correspondiente a la propia operación de compraventa de su empresa. Esta idea es consistente con el menor retorno observado para los accionistas de la empresa vendedora cuando como pago recibe acciones de la compradora en lugar de dinero (Wansley, Lei y Yang, 1983) (Huan y Walking, 1987)

- Un segundo aspecto, menos cuantificable, es el efecto bienestar que la prosperidad bursátil produce tanto en inversores como en gestores. En cuanto a los primeros existen numerosos estudios académicos que lo ratifican (Poterba, 2000; Sousa, 2009²¹; De Bonis, 2011), mientras que para los directivos, la apreciación de las acciones de la propia empresa en el mercado supone de una parte ver corroborada su gestión por parte de los inversores y de otra proporciona un efecto de sosiego accionarial y estabilidad empresarial que les permite acometer nuevos proyectos. Aplicados ambos a la expansión internacional, la revalorización del segundo período (2004-2007) supuso de una parte la aprobación implícita por parte del mercado de la estrategia de internacionalización anterior y de otro un efecto de estabilidad interno que permitió abordar proyectos de adquisición más ambiciosos consistentes con la estrategia de expansión iniciada.

Como conclusión puede afirmarse que la bonanza de la Bolsa española durante el período facilitó el movimiento de adquisiciones internacionales de las grandes empresas, por cuanto las dotó de mayor estabilidad y solvencia, lo cual les permitió realizar el pago de adquisiciones con acciones propias, evitando diluciones masivas para sus accionistas.

5. Impacto del ciclo económico en los procesos de fusiones y adquisiciones. Aplicación al caso de las multinacionales españolas.

Tras analizar el entorno económico del período, cabe preguntarse hasta qué punto éste influyó en la masiva salida al exterior de las grandes firmas españolas. Si bien una respuesta exacta a esta cuestión es complicada, sin embargo observando la relación entre los principales parámetros macroeconómicos y el volumen de adquisiciones internacionales de las firmas seleccionadas, puede concluirse que al menos tres de ellos coadyuvaban al proceso: el incremento de sus cotizaciones en Bolsa, los bajos tipos de interés y los buenos resultados de sus negocios en España.

²⁰ En un estudio sobre 947 adquisiciones entre 1970-1989 Lougram y Vijh encontraron que aquellas adquisiciones pagadas en totalmente con acciones obtuvieron rendimiento negativos del 25% durante los cinco años posteriores a la adquisición frente a 61,7% de aquellas que se pagaron en metálico.

²¹ En el estudio, aplicado a la zona Euro entre 1990y 2007, se concluye que un incremento de la riqueza financiera del 10% lleva a un incremento en el consumo de entre 0,6 y 1,5%.

Tradicionalmente, los procesos de fusiones y adquisiciones en el mundo se han dado en oleadas. Una mayoría de investigadores²² destaca seis grandes movimientos de fusiones y adquisiciones a lo largo de la historia. El primero, entre 1897 y 1907, que afectó sobre todo a petróleo, manufacturas y transportes, y que en algunos casos acabó creando cuasi monopolios en Estados Unidos; el segundo, desde el final de la Primera Guerra Mundial hasta la Gran Depresión de 1929, en el que se dieron muchas operaciones sectoriales de integración vertical, como fue el caso de la industria del automóvil; el tercero (1965-69), que creó algunos de los grandes conglomerados empresariales; el cuarto en los años ochenta, durante el mandato de Reagan, cuando comenzaron a hacerse habituales las operaciones hostiles y a extenderse el apalancamiento como forma de financiar adquisiciones (LBOs); y la quinta que se dio a finales de los 90, con varias *megadeals* (Daimler-Chrysler, Vodafone-Mannesman, Exxon-Mobil, AOL-Time Warner, etc.), menos apalancadas y con mayor carácter internacional. En cuanto a la sexta y última (2003-2007), menos analizada por ser más reciente, ésta podría caracterizarse por el auge de las operaciones apalancadas llevadas a cabo por las entidades de *private equity*, que en 2007 llegaron a suponer más del 25% del total de la actividad de M&A (Figura 19), y por el mayor número de operaciones transfronterizas (Figura 18), consecuencia de la globalización y del auge de los países emergentes. Dentro de esta última ola, algunas firmas españolas ocuparon los primeros puestos en el ranking mundial de grandes operaciones, con algunas adquisiciones de dimensiones significativas como las de Telefónica /O2 (2005), Santander/Abbey (2006), Iberdrola/Scottish Power (2007) o la toma de Endesa por parte de Enel (2007).

Fig. 18 Operaciones Transnacionales

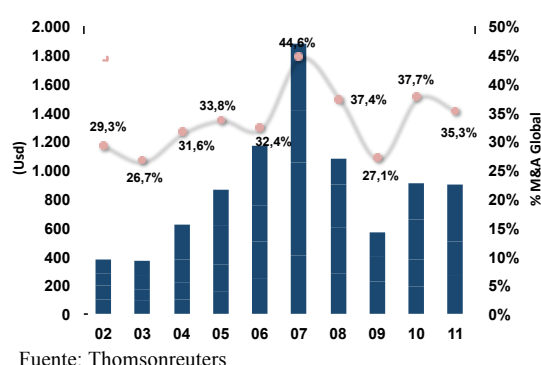
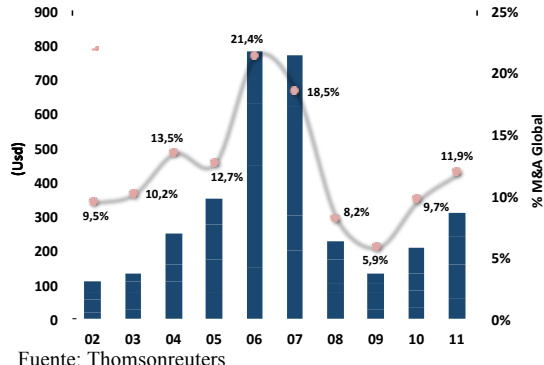


Fig. 19 Operaciones de Private Equity



Si bien aparentemente todos los períodos citados en mayor o menor medida coinciden con periodos expansivos de la economía, los estudios académicos no son unánimes acerca de la influencia de los factores macroeconómicos en el auge de operaciones corporativas. Esta contradicción viene dándose desde los primeros estudios sobre el tema, como los de Nelson (1959) o Steiner (1975). Así, mientras en base a una larga serie de operaciones corporativas realizadas entre 1895 y 1956, Nelson encontró fuerte correlación entre el número de operaciones y el precio de las acciones, ésta era insignificante al cotejarla con la producción industrial. Por su parte Steiner, para el periodo 1949-1971, halló fuerte correlación positiva entre los movimientos de

²² Lipton, Martin (2006). The Davies Lecture. Osgoode Hall Law School. York University
 Van Marrewijk (2005). An overview of cross-border mergers and acquisitions for five countries
 Mascareñas, J. y González, S. (2013). Las oleadas de fusiones y adquisiciones de empresas. Análisis retrospectivo comparado.

adquisiciones y el incremento del PNB o el precio de las acciones; pero insignificante con el tipo de interés. En el resumen que Auerbach (1988) hizo de estos estudios, concluyó que la mayoría de ellos mostraban correlación positiva entre el incremento de adquisiciones, la macroeconomía y los precios; mientras que efectivamente dicha correlación no era tan clara con los tipos de interés. Más recientemente, Lambrecht (2004) explicó la correlación con los factores macroeconómicos desde la necesidad de las empresas de adquirir mayor tamaño a medida que la demanda es creciente ante la proximidad del ciclo económico alto, lo que les movería a ganar economías de escala a través de adquisiciones. Otro grupo de estudios, entre ellos los de Shleifer y Vishny (2003) y Rhodes-Kropf y Viswanathan (2004), dejando al margen los factores macroeconómicos, se centraron en la ineficiencia de los mercados y la distorsión de precios como causas determinantes de las olas de adquisiciones. Según estas teorías, las firmas sobrevaloradas en términos de precio/valor contable a largo plazo, serían las compradoras de empresas infravaloradas respecto a su valor real a largo plazo, independientemente de las condiciones macroeconómicas. Por último, el profesor Nieh (2003), utilizando fundamentales macroeconómicos tales como el PIB, los costes laborales, los índices bursátiles y los tipos de interés, sobre una muestra de operaciones de M&A entre 1975 y 2001, encontró que la actividad de M&A estaba relacionada con dichos fundamentales en el largo plazo, mientras que en el corto plazo el precio de las acciones jugaba un papel secundario.

En lo referente a las adquisiciones transnacionales, diversos autores (Lipsey, 1999; Frenkel y Stadmann, 2004; di Giovanni, 2005), muestran correlación entre los principales parámetros macroeconómicos y la Inversión Extranjera Directa y algunos en concreto por las Fusiones y Adquisiciones transnacionales como forma preferida de expansión exterior de las multinacionales. Aminian et al (2007) en su análisis de más de 1.500 operaciones de M&A protagonizadas por firmas europeas y asiáticas entre 1999 y 2004, identificaron como factores macroeconómicos determinantes en este proceso el grado de apertura de la economía, el tipo de cambio y la capitalización del mercado de valores, no siendo tan clara la relación con el crecimiento del PIB. Por último Coeurdacier et al (2009) encontraron que uno de los factores determinantes de las adquisiciones internacionales era la capitalización del sector de la empresa compradora, corroborando el modelo de Tobin que sugiere que si el valor de mercado de una firma está por encima del coste de reposición de sus activos – lo que implica la existencia de intangibles, como marcas, reputación u otros que tanto analistas como accionistas valoran – ésta debería incrementar su base de capital dado que invertir es rentable. Ello puede explicar también por qué las adquisiciones vienen en oleadas, producidas estas por la revalorización de las Bolsas. En la figura 20 se observa la relación entre la

Fig. 20 Actividad M&A vs Capitalización de las Bolsas mundiales

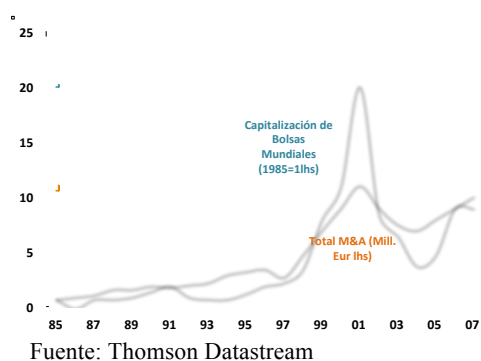
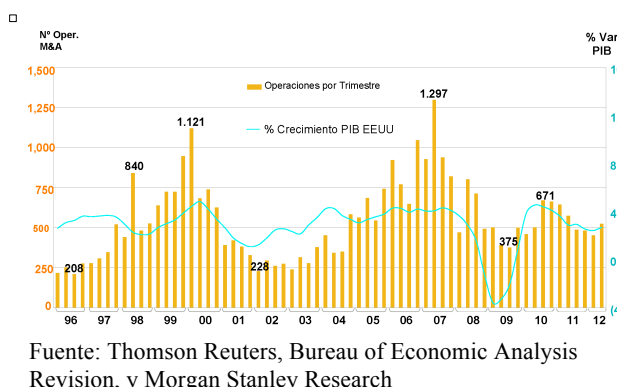


Fig. 21. Crecimiento de M&A (número de operaciones) vs Crecimiento del PIB en EEUU



capitalización mundial y el auge de operaciones de M&A, sobre todo en la época de la burbuja tecnológica (1997-2001).

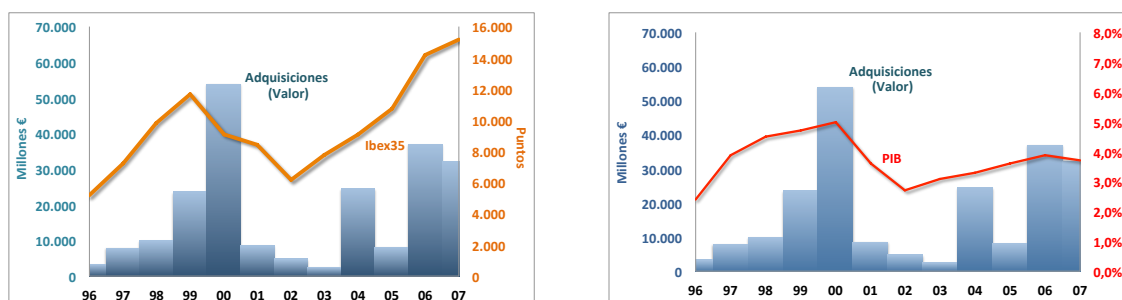
De todo lo anterior puede extraerse la conclusión de que algunas variables del entorno económico correspondientes al país de la empresa compradora tienen impacto en el incremento de operaciones de una empresa en el exterior. En el caso de las firmas españolas, que solo han estado presentes en las dos últimas oleadas de adquisiciones, la de finales de los años 90 y la del período 2004-2007, resulta complicado aislar estos factores hasta el punto de que pueda atribuirse a alguno de ellos en concreto la expansión exterior. Así, la salida a Latinoamérica en la primera oleada de adquisiciones exteriores, no solo estaría motivada por un favorable entorno local sino también por la oportunidad única de inversión que se presentó en la Región, como consecuencia de su mayor estabilidad y del creciente número de privatizaciones de empresas públicas que se produjo en ese preciso momento. Sin esta última circunstancia es difícil pensar que por el mero hecho de haber tenido un entorno doméstico favorable, las empresas españolas hubieran invertido de forma tan masiva en la Región. En la segunda oleada, entre 2004 y 2007, probablemente la influencia del entorno económico fue superior, por cuanto una gran mayoría de compras se realizaron de forma directa a los accionistas de la firma vendedora, sin mediar privatización alguna por parte de los Estados. Dado que las circunstancias del país de destino no fueron tan relevantes como en la primera oleada, los movimientos de este período sí serían equiparables a otros más estandarizados dentro de las adquisiciones internacionales. Aun así, no cabe duda de que también existieron razones sectoriales muy importantes, como los movimientos liberalizadores del sector energético en Europa, que dieron lugar a fusiones transnacionales de dichas empresas, o razones específicas de cada firma, tales como la necesidad de equilibrar geográficamente sus cuentas, excesivamente dependientes de la volatilidad del mercado latinoamericano, casos de Telefónica, Santander o Iberdrola. Por consiguiente, aun sin poder concluir como hecho determinante para la salida al exterior el positivo entorno económico del periodo, sí parece que algunos de los factores ligados al mismo influyeron en dichas adquisiciones, sobre todo en su vertiente financiera. En concreto:

- (1) La fortaleza de las cotizaciones de las firmas compradoras en la Bolsa española, que facilitó el pago de adquisiciones exteriores mediante ampliaciones de capital realizadas en buenas condiciones de precio, por tanto sin dilución para los accionistas.
- (2) Los resultados récord de las propias empresas en un mercado doméstico con fuerte demanda interna, que lógicamente incrementaron los flujos de caja del negocio.
- (3) Los bajos tipos de interés, que unidos a la facilidad de acceso a los mercados de deuda, facilitaron operaciones apalancadas con préstamos a muy bajo coste.

En cuanto al primero, es claro que la positiva evolución en Bolsa de la cotización de estas empresas fue clave para su decisión de adquirir firmas en otros países pagando con sus propias acciones. En este hecho influyó sobremanera el hecho de que éstas fueran denominadas en una moneda fuerte como el euro; puesto que de otra manera no hubieran sido aceptadas por los accionistas de la empresa adquirida. E incluso así, determinadas operaciones como la compra de Abbey National por parte del Banco Santander chocaron con la reticencia de los accionistas del banco británico, al abonarse

en acciones cotizadas en moneda diferente a la libra esterlina. Por tanto el hecho de haber adoptado el euro fue determinante para que las firmas españolas pudieran pagar las adquisiciones en el exterior con acciones propias. Otro factor importante desde el punto de vista de la firma comparadora fue la cotización de sus propios títulos. Efectivamente, puede observarse que las mayores operaciones pagadas con acciones fueron realizadas en momentos en que el precio de la firma compradora estaba en máximos respecto a sus valores de años anteriores. Así, por ejemplo la ya citada operación Verónica de Telefónica en 2000 realizada a un precio solo superado en 2007, el pago a los accionistas de Abbey National con títulos del banco Santander cuya cotización era un 50% superior a la de un par de años atrás, o la compra de Scottish Power abonada con acciones de Iberdrola en máximos históricos. Lógicamente estos elevados precios limitaron el número de títulos emitidos por parte de los compradores, evitando, al menos sobre el papel, la dilución de los accionistas y mitigando de esta forma la alta prima pagada por alguna de ellas. Por tanto sí parece clara la correlación entre los precios de las acciones y el volumen de adquisiciones en el exterior (Figura 22).

Fig. 22. Volumen de adquisiciones exteriores vs Ibex-35 y Crecimiento del PIB

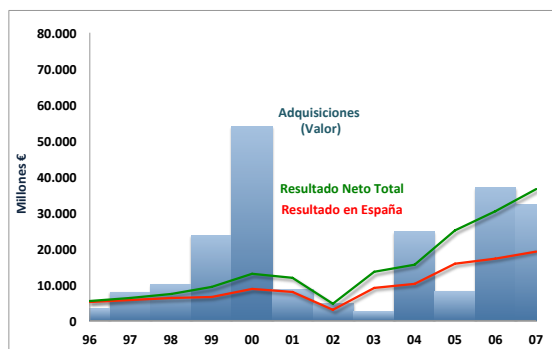


Fuente: Elaboración Propia

Menos evidente resulta la correlación con el incremento del PIB español, que efectivamente tuvo dos fuertes tirones en 1996-2000 y 2004-2007 al igual que el volumen de adquisiciones. Sin embargo, no fue así entre 2001 y 2004, cuando el PIB siguió estando por encima del umbral del 2% y sin embargo se detuvieron las compras en el exterior. Aquí la súbita reducción en cuanto a número de adquisiciones tuvo más que ver con el ambiente bélico internacional y la crisis argentina que contagié a los países circundantes, que con el propio crecimiento de la economía española que no se vio tan afectado. Aún más, la naturaleza de las firmas analizadas, financieras y *utilities* en su mayoría, hizo que fuera la propia crisis financiera y energética de aquella Región la que al impactar tan negativamente en sus resultados, las retrajera de afrontar nuevas aventuras exteriores. Precisamente los beneficios empresariales obtenidos en el mercado interior sí parece fueron un factor decisivo en las adquisiciones, dado que el continuado crecimiento de aquellos y por tanto del flujo de caja, dotaron a las firmas españolas de un músculo financiero que antes no tenían. Tal fue el caso de las constructoras a partir de 2005, cuando los excedentes de tesorería generados por la burbuja inmobiliaria en España las animaron a adquisiciones tales como las de Gecina o Eiffage en Francia o BAA en Reino Unido, por citar alguna de las más relevantes. En menor medida, pero con influencia evidente pueden citarse los casos de Iberdrola con beneficios récord en los dos años previos a la adquisición de Scottish Power. En el caso de los bancos, si bien no tanto en la primera ola, donde el posicionamiento estratégico en Latinoamérica primó probablemente sobre las consideraciones financieras, sí tuvo sin embargo influencia en la segunda, donde las perspectivas de beneficios y los propios resultados

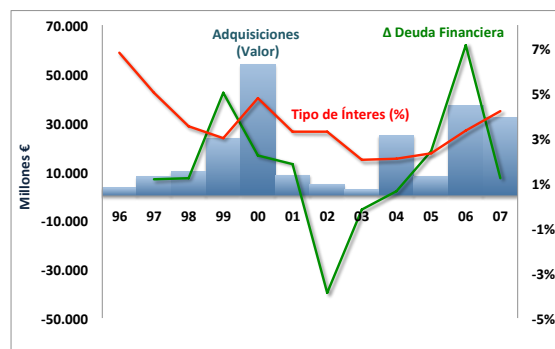
en España propiciaron adquisiciones como la ya citada de Abbey en Reino Unido, la de ABN Anro y la de Compass Bankshares por parte de BBVA en Estados Unidos, pagando por ellas unos múltiplos altos en comparación con el mercado. (Figura 23).

Fig. 23. Volumen de Adquisiciones Exteriores vs. Resultado Neto Total y en España



Fuente: Elaboración Propia

Fig. 23. Volumen de Adquisiciones Exteriores vs. Tipos de Interés y Endeudamiento de las firmas seleccionadas.



Por último la relación de los tipos de interés con los ratios de endeudamiento y el volumen de adquisiciones, muestra cómo los primeros no parecen influir sobremanera en las decisiones de apalancamiento para comprar empresas y únicamente lo hacen dentro de un entorno económico de crecimiento, en el que la confianza en la economía vuelve a restablecerse. Es el caso del período 2004-2007 en el que a pesar de las subidas realizadas por el BCE, las operaciones mundiales de adquisición, y entre ellas las españolas (3 de las 10 mayores operaciones de M&A en Europa en 2007 correspondieron a empresas españolas) alcanzaron máximos históricos. Por tanto, si bien los bajos tipos de interés y sobre todo la disponibilidad de deuda no cabe duda contribuyeron al mayor apalancamiento de las empresas, puede decirse que de todos los factores estudiados fue el propio resultado de las empresas y su cotización bursátil, ambos interrelacionados, los factores económicos más relevantes que propiciaron su salida al exterior a través de adquisiciones en este período. Como conclusión puede afirmarse que si bien el entorno económico favorable influyó en la expansión exterior de las grandes firmas, fueron el incremento de beneficios y la consiguiente mejora de las cotizaciones los factores que resultaron más determinantes en la expansión exterior, sobre todo en la oleada de 2004-2007, en la que muchas de estas adquisiciones se pagaron con acciones propias.

Bibliografía

Aminian F, Suarez ED, Aminian M and Walz DT (2006), 'Forecasting Economic Data with Neural Networks', *Computational Economics*, 28:1, Aug. 2006, 71-88

Aminian Nathalie (2005), *Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions: European and Asian Evidence*.

Andrei Shleifer, Robert W. Vishny (2003) *Stock market driven acquisitions*, *Journal of Financial Economics* 70.

Arahuetes Alfredo García y Aurora García Domonte, 2006, *Las salidas de inversiones directas al exterior (IED) y su impacto en la inversión interna: ¿qué se puede afirmar en el caso español?*. Real Instituto Elcano.

Arcas, M.J. y Ruiz, F.J. (2000). *Las privatizaciones en el mercado bursátil español: reacciones de precios y volúmenes de contratación*. Vol. XXIX Núm. 104 Abril - Junio 321-344

Ariño Ortiz, Gaspar (2001). *Principios de derecho público económico*, 2ª.ed., Granada, Comares.

Auerbach AJ (1988) *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. University of Chicago Press, Chicago, pp. 265-302

Bel, G. y A. Costas (2001). *La privatización y sus motivaciones en España: de instrumento a política*. *Revista de Historia Industrial* Nº 19 y 20.

Comín, F. (2000). *Un siglo de evolución y cambios en la empresa pública española*, *Revista asturiana de economía*, n.º 16-17, nov-feb, pp. 163-190.

Coeurdacier, N. y Guibaud, S. (2009). *International Portfolio diversification is Better than you Think*", *Journal of International Money and Finance*, forthcoming.

Coeurdacier N, Roberto A. (2009) *De Santis and Antonin aviat cross-border mergers and acquisitions financial and institutional forces*. ECB Working Papers 1018.

Cuervo Álvaro et al, (1995), *El proceso de privatización de las empresas públicas españolas*, *Economistas*, núm. 63, pp. 6-13.

Cuervo Álvaro et al (1997), *La privatización de la empresa pública*. Madrid: Ediciones Encuentro.

De Bonis, R.(2011). *The effects of financial and realwealth on consumption:new evidence from OECD countries.. Banca d'ItaliaWorking Papers.Núm 837*. November 2011

Di Giovanni, Julian & McCrary, Justin & Wachter, Till von, (2005). "Following Germany's Lead: Using International Monetary Linkages to Identify the Effect of Monetary Policy on the Economy," IZA Discussion Papers 1495, Institute for the Study of Labor (IZA).

Di Giovanni, J., (2005), "What drives capital flows? The Case of Cross-Border M&A Activity and Financial Deepening", *Journal of International Economics*, 65, pp. 127-149.

Frenkel M., Funke, K., Standtmann, G (2004), "A Panel Analysis of Bilateral FDI Flows to Emerging Economics", *Economic Systems*, 28, pp. 281 – 300

Gármir, L (2000), "Política de privatizaciones", en GAMIR, L (Coord) "Política económica de España", Madrid, Ed. Alianza Editorial, cap. 11.

Huang, Y. and R. Walking (1987), "Target Abnormal Returns Associated with Acquisition Announcements: Payment, Acquisition Form and Managerial Resistance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, pp. 329-349.

Lambrecht, B.M. (2004). The Timing and Terms of Mergers Motivated by Economies of Scale. *Journal of Financial Economics*, 72, 41 - 62.

Loughram T. y Vijn Anand. (1997) Do Long-Term Shareholders benefit from Corporate Acquisitions? *The Journal of Finance*. Vol LII. N° 5. December 1997

Lypsey, R. E., (1991). The Location and Characteristics of US Affiliates in Asia. NBER Working Paper N° 6876.

Martínez Serrano J. A. and Sanchis, A. (1990), "Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones de empresas industriales", *Economía Industrial*, no. 272, pp. 125-135.

Mascareñas J. y González S. (2013). Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: Análisis retrospectivo comparado. *Revista Universitaria Europea* N° 19. 87-112.

Meggison, y J. Netter, (2001), "From State to Market: A survey of empirical studies on Privatization", *Journal of Economic Literature*. Vol. 39. Junio.

Myro Sánchez, R. (1989), "El comportamiento de la industria" Localización: *Economistas*, ISSN 0212-4386, Año N° 7, N° 35, 1989 (Ejemplar dedicado a: España 1988: un balance) , pags. 224-227

Nelson, Ralph L. (1959), "Merger Movement in American Industry, 1895-1920", in *Merger Movements in American Industry, 1895-1956*: Princeton University Press, Princeton, NJ, 3-6 and 33-70.

Papeles de Economía Española (n° 123, marzo de 2010) dedicado a los fondos estructurales y la convergencia regional, editado por FUNCAS

Poterba, J. M., 2000. Stock market wealth and consumption. *Journal of Economic Perspectives* 13, 91.118.

Rhodes-Kropf, M., Robinson D., Viswanathan S. (2004) Valuation waves and merger activity: The empirical evidence, *Journal of Financial Economics* 77.

Salmon, K. 2002, España: del proteccionismo a la defensa de la liberalización, Real Instituto Elcano

Serra Salvador, V., Gómez Albero, M.A., “Evolución y distribución sectorial de las Stienen, Peter O. (1975), *Mergers: Motives, Effects, Policies*, University of Michigan Press, Ann arbor, MI.

Sousa, R. (2009). Wealth Effect on Consumption. Evidence from the Euro Area. ECB Working Papers. Núm.1050. May 2009.

Steiner, P. O., *Mergers: Motives, Effects, Policies*, 1975, University of Michigan Press

Vergès Jaime, Joaquim (1998), Efectos de las privatizaciones españolas sobre 10s Presupuestos Generales del Estado, *Hacienda Pública Española*, núm. 147, pp. 226-23.

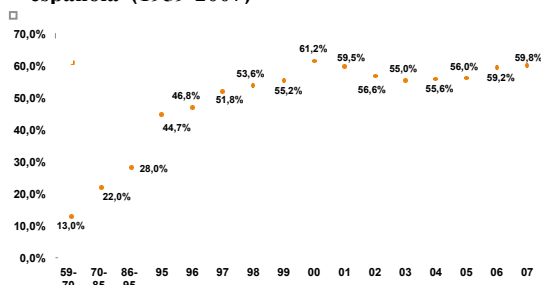
Wansley, J., W. Lane, and H. Yang, 1983, “Abnormal Returns to Acquired Firms by Type of Acquisition and the Method of Payment,” *Financial Management*, 12, 16-22.

3 – La internacionalización de las grandes empresas españolas

1. La internacionalización de la economía española. La inversión exterior (IED)

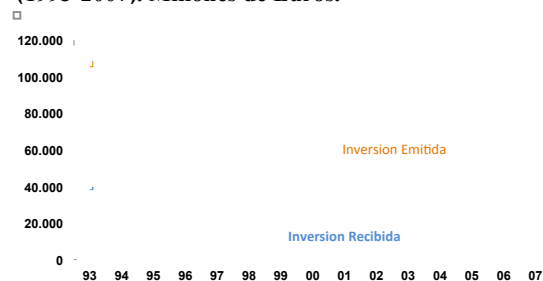
En el siglo XIX España y Rusia eran consideradas las economías más proteccionistas del mundo²³. La convulsa trayectoria política de España en la primera mitad del siglo XX seguida de la autarquía, hicieron que las finanzas públicas se desmoronaran, llegando al borde del colapso en 1959, año en que España implementa el Plan de Estabilización, que le permite ingresar en las instituciones internacionales: Fondo Monetario Internacional (1958), Banco Mundial (1959) y GATT (1963), requisito indispensable para acceder a la financiación internacional (Varela, 2001). Como consecuencia del desarrollo económico de los años 60 y en menor medida de los 70, la economía española se abrió al exterior y su índice de apertura (suma de importaciones y exportaciones dividido por el PIB total) pasó del 10% de 1959 al 31% en 1985, en vísperas del ingreso de España en la CEE (hoy Unión Europea). Tras un período de estabilidad en que el índice mantuvo en torno al 30%, a mediados de la década de los 90 se produce el despegue definitivo, que lo eleva desde un 45% en 1995 a su pico del 61,2% en 2000, manteniéndose en años posteriores en el entorno del 55-60%, porcentaje que puede ser considerado como velocidad de cruce de la economía española en términos de índice de apertura al exterior (Figura 1).

Figura 1 – Índice de apertura de la economía española (1959-2007)



Fuente: 1959-1970 Alcaide Inchausti, J. La renta nacional de España y su distribución. Desde 1970: Contabilidad Nacional de España (INE)

Figura 2 – Inversión exterior emitida y recibida (1993-2007). Millones de Euros.



Fuente: Secretaría de Estado de Comercio. Registro de Inversiones Exteriores

Por su parte, la Inversión Extranjera Directa (IED)²⁴ de España en el exterior, sobre una de cuyas componentes, las fusiones y adquisiciones transnacionales, versa este estudio, pasó de la insignificante cifra de 17,1 M € en 1960 (Carreras/Tascón, 2000) a los 3.900 M € en 1986, cuando se ingresa en la CEE. Es entonces cuando el saldo inversor se hace más negativo, al convertirse el país en un ávido receptor de capitales provenientes de sus nuevos socios europeos, de forma que en el período 1985-1995 la inversión recibida casi triplica a la emitida. Esta tendencia, sin embargo, sufrió un fuerte cambio a partir de 1995, cuando por vez primera, y como parte de ese amplio proceso de apertura al

²³ Rato, R. 2002. Presentación. Revista ICE. Abril-Mayo 2002.

²⁴ La IED emitida o recibida comprende el capital invertido, directa o indirectamente a través de otra empresa relacionada, por un inversor extranjero en una empresa local, o por parte de un inversor local en un país extranjero (UNTACD)

exterior, España pasa a ser emisor neto, al superar la inversión realizada fuera de sus fronteras a la recibida del exterior. Este cambio de tendencia fue tan rápido y el aumento y los volúmenes tan relevantes, que ya en el año 2000 la inversión exterior acumulada de las empresas españolas había superado a la equivalente de las empresas extranjeras en España. Por tanto, para entonces España ya se había convertido en emisor neto de IED tanto en términos anualizados como acumulados. Comparativamente con el resto del mundo el salto fue también significativo, y mientras hasta 1995 el peso de la inversión española en el exterior no representaba más allá del 1,15% del total mundial, en 2007 ya era el 6,0%, muy por encima de muchas economías desarrolladas, incluso del propio peso del comercio español en el panorama mundial, que apenas alcanzaba un 2% del total (*Costa, 2002*) (Tabla 1).

Tabla 1 – IED emitida como porcentaje del total mundial

Países	70-85	86-95													96-07
	Prom	Prom	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Prom
Francia	4,8	9,0	7,6	7,3	7,0	11,5	14,3	11,7	7,7	8,6	6,5	13,1	9,2	11,3	9,7
Alemania	8,9	8,6	12,8	8,6	12,8	9,8	4,6	5,3	2,3	-0,6	-1,0	7,8	7,2	8,4	6,5
Italia	2,0	2,4	1,6	2,5	2,3	0,6	1,0	2,9	2,6	1,5	2,6	4,7	3,2	4,5	2,5
España	0,5	1,1	1,7	2,9	3,1	3,8	4,7	4,4	5,6	5,0	7,4	4,7	7,6	6,0	4,7
Reino Unido	15,4	13,4	8,6	12,7	17,7	18,2	18,8	7,9	7,7	10,8	9,0	9,1	6,6	13,3	11,7
UE 15	44,2	48,0	46,1	46,3	60,7	65,5	65,6	58,2	58,7	59,8	37,8	68,2	47,0	56,5	55,9
Mundial	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: UNCTAD 2007 y Elaboración Propia

En términos relativos al tamaño de la economía, la inversión española en el extranjero pasó de representar un 0,5% del PIB a finales de 1995 a suponer el 5,4 % en 2007, situándose en el promedio de la UE y superando economías como Italia y Alemania (Tabla 2), tradicionalmente más abiertas que la nuestra. Finalmente, en términos acumulados, a finales de 2007 el stock de inversión en el exterior alcanzaba un histórico de 587.167 M \$, frente a los 34.636 M \$ de 1995, lo que equivale a decir que en el período 1996-2007 se produjo prácticamente el 95% de toda la inversión española directa en el exterior hasta entonces²⁵.

Tabla 2- IED Emitida como porcentaje del PIB de cada país

Países	70-85	86-95													96-07
	Prom	Prom	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Prom
Francia	0,4	1,6	2,0	2,5	3,3	8,8	13,6	6,6	3,5	3,0	2,4	5,4	5,4	8,8	5,4
Alemania	0,5	1,1	2,1	2,0	4,1	5,2	3,0	2,1	0,8	-0,1	0,0	2,5	3,3	5,1	2,5
Italia	0,2	0,5	0,5	1,0	1,3	0,6	1,1	2,0	1,4	0,6	1,2	2,4	2,3	4,3	1,6
España	0,1	0,5	1,1	2,5	3,6	6,9	10,5	5,6	5,6	3,7	5,4	3,7	8,2	8,4	5,4
Reino Unido	1,8	3,1	2,9	4,6	8,6	13,8	16,2	4,1	3,2	3,7	3,7	3,6	3,7	9,7	6,5
UE 15	0,7	1,6	2,1	2,7	4,9	8,5	10,3	5,5	4,4	3,5	3,1	6,0	5,8	9,3	5,5
Mundial	0,5	1,0	1,3	1,6	2,4	3,6	4,0	2,4	2,0	1,7	1,7	2,0	2,7	3,7	2,4

Fuente: UNCTAD 2007 y Elaboración Propia

2. Inversión emitida por áreas geográficas y sectores de actividad

Por áreas geográficas, la inversión exterior muestra dos etapas bien diferenciadas: la primera, hasta 2000, fuertemente enfocada hacia Latinoamérica, y la segunda, entre 2001 a 2007, más dirigida hacia Europa y en menor medida a los Estados Unidos.

²⁵ Contabilizada por la UNCTAD desde 1970.

Mientras que la salida a Latinoamérica se centró en bancos, telefonía y empresas de energía; en el caso de Europa, a los sectores anteriores se le unieron las empresas constructoras e inmobiliarias en su afán por diversificarse geográficamente. Como promedio, puede afirmarse que más del 50% de la inversión del primer quinquenio se centró en Latinoamérica, mientras que en el septenio restante más de un 70% se centró en Europa (Tabla 4). Una vez agotadas las oportunidades de inversión en Latinoamérica y diversificado su riesgo con las compras en Europa, poco a poco la inversión en Estados Unidos fue creciendo, aumentando significativamente hacia 2007 y años posteriores tanto en el ámbito de la energía, la construcción y la banca, si bien en cifras todavía bajas respecto a la inversión de otros países europeos en Norteamérica.

Por sectores de actividad, mientras que en los 60, 70 y en menor medida 80, gran parte de la escasa inversión española en el exterior se centró en la construcción; la ola de privatizaciones de empresas públicas llevada a cabo en Latinoamérica durante los años 90, y que afectó fundamentalmente a la banca, las telecomunicaciones y la energía hizo que lógicamente éstos fueran objetivo prioritario de las firmas españolas. Estas mismas áreas de actividad continuaron siendo las que más inversiones exteriores generaron en la siguiente década, si bien esta vez geográficamente centrados en Europa, en tanto que otros como, el sector petrolífero (Repsol) afectado por la crisis argentina mitigó su presencia fuera, reemplazándole las manufacturas (*outsourcing* de fabricación), la construcción y el sector inmobiliario, este último impulsado por el enorme flujo de caja generado en el mercado doméstico.

Tablas 3 y 4. Porcentaje de inversión exterior sector de actividad y por área geográfica (1996-2007)

Países	1996 -2000	2001-2007	Total	Países	1996 -00	2001-07	Total
Banca y Seguros	31,5%	31,2%	31,3%	Europa	37,4%	72,9%	63,4%
Gas, Agua y Electricidad	9,0%	11,0%	10,4%	Latinoamerica	52,1%	15,8%	25,6%
Petroleo Producción y Distribución	12,3%	0,9%	4,2%	EEUU	7,5%	7,7%	7,6%
Construcción e Inmobiliaria	1,6%	7,1%	5,5%	Resto	2,9%	3,6%	3,4%
Telecomunicaciones	23,7%	20,6%	21,5%	TOTAL	99,9%	100,0%	100,0%
Manufacturas	10,1%	21,9%	18,5%				
Alimentación, Bebidas Y Tabaco	3,7%	4,5%	4,3%				
Otros	8,1%	2,8%	4,3%				
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%				

Fuente: Secretaría de Estado de Comercio. Registro de Inversiones Exteriores

2.1. La inversión en Latinoamérica. Causas.

De entre los trabajos de diversos autores que han tratado el tema, entre ellos Durán, Dehesa (2000), Requeijo (2000), Becker, Mahia y Vicens (2002); Chisslet, (2003), Rozas (200Xy 2008) y Guillén (2005), pueden extraerse algunas de las principales razones que impulsaron la inversión en Iberoamérica:

(1) *Status de economías emergentes*

Durante la primera mitad de los años 90, la mayoría de países de Latinoamérica comenzaron a ser considerados por los inversores internacionales como economías emergentes. La creación del NAFTA entre Estados Unidos, Canadá y México en 1994 y la consolidación de Mercosur (Brasil, Chile, Argentina, Paraguay y Uruguay) en 1995, contribuyeron a incrementar la confianza de los inversores, lo que hizo incrementar notablemente los flujos de dinero hacia la zona. Tras las crisis brasileña (1998-99) y argentina (2001-02) y el consiguiente temor de contagio a países limítrofes, la confianza

se resintió y, aun registrando cifras de crecimiento positivas, hizo que la inversión extranjera se ralentizara. Aun así, el hecho de que en 2003, Brasil (la mayor economía de la zona) fuera incluida en la élite de países emergentes, bautizada por Goldman Sachs como BRICs (Brasil, Rusia, India y China), situó la zona en el punto de mira de la inversión internacional, reactivando la Región, con un crecimiento continuado que siguió incluso tras la crisis de los países desarrollados. A finales de 2007, los países emergentes ya absorbían más del 25% de la inversión exterior mundial y más del 30% de las operaciones de M&A, de las cuales, más de dos tercios correspondían a países BRIC, lo que sin duda reflejaba el atractivo y grado de apertura de los mismos. En el área iberoamericana, no solo Brasil sino otros países, como México o Chile, demostraron ser lugares atractivos para la inversión, situándose entre los diez primeros emergentes destinatarios de la inversión mundial.

(2) Desregulación de los mercados latinoamericanos

Tras las cíclicas crisis económicas de Latinoamérica en los años 70 y 80, una vez se llegó a la conclusión de que la deuda contraída por muchos países del área resultaba impagable, en 1989 se puso en marcha el plan Brady (secretario del Tesoro de EEUU) por el que la banca internacional aceptaba una reestructuración de dicha deuda. Ésta consistía en una extensión de los plazos y una reducción de intereses a cambio de asegurar el pago del principal al descuento, mediante la emisión por parte del país en cuestión de los denominados “bonos Brady”, garantizados por Estados Unidos, a cambio de los títulos de crédito en manos de los bancos. Como contrapartida, los países de la Región se comprometieron a restablecer la viabilidad de sus balanzas de pagos mediante programas de ajuste estructural a medio plazo respaldados por el Fondo Monetario Internacional y otros acreedores, e igualmente a desregular sus economías de acuerdo a las líneas maestras trazadas en el llamado consenso de Washington (1989). Éste abogaba por una serie de reformas económicas, que incluían la salida del Estado de grandes áreas de la economía privada, promoviendo la liberalización de sectores fuertemente regulados, como el financiero, la electricidad y las comunicaciones. Chile y Argentina fueron los dos primeros países que iniciaron el proceso de privatizaciones; el primero ya lo había hecho durante los años ochenta, mientras en Argentina, el gobierno peronista de Menem lo inició con fuerza a principios de los noventa, cuando privatizó Telefónica de Argentina y Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) entre otras grandes *utilities* controladas por el Estado. Perú, Colombia y Venezuela siguieron en mayor o menor medida estos movimientos, mientras que los más reticentes como Brasil o México, acabaron por sucumbir a ellos como medio de restaurar la credibilidad de sus economías tras las crisis financieras y cambiarias sufridas por en 1995 (México) o 1998 (Brasil), lo que hizo que finalmente ambos países abrieran su sistema financiero a la entradas de capital extranjero, privatizando también las telecomunicaciones y la energía. Fue en este contexto en el que se produjo la masiva inversión española en el continente, enfrentado a una oportunidad única y posiblemente irreplicable de poder adquirir empresas en sectores estratégicos. Sin este proceso privatizador, la entrada de las firmas españolas se hubiera producido con mucha menor intensidad y de una forma bastante más prolongada en el tiempo, debido a la limitación en cuanto oportunidades de compra y a las mayores dificultades que hubieran encontrado en cuanto a competencia por la puja de dichos activos por parte de otros competidores globales y de las propias empresas locales, que en aquel momento no pudieron hacerlo como consecuencia de la debilidad de sus balances. Por tanto, no solo concurrió la oportunidad de compra debido a la privatización sino también la divergencia en el ciclo económico, alto en el caso de

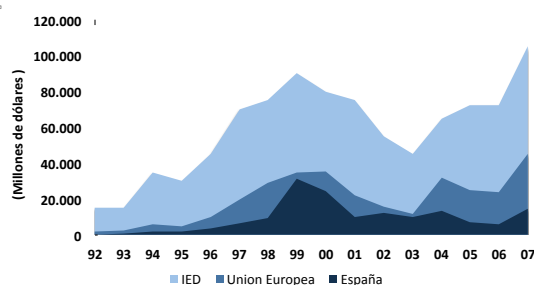
España con un crecimiento promedio del PIB superior al 4% entre 1997 y 2000, y bajo o en Latinoamérica con algunas de sus principales economías como Brasil (-3,3%), Chile (-1,7%) o Colombia(-4,3%) en recesión, de forma que las firmas españolas se encontraron con la dificultad de muchos operadores locales para pujar por las empresas privatizadas.

(3) Oportunidad de incrementar beneficios

Como ya se ha apuntado, la entrada en España de bancos y otras empresas extranjeras, como consecuencia del ingreso en la Unión Europea acentuó la competencia en el mercado local, lo que en la mayoría de casos se tradujo en una erosión del beneficio de las firmas españolas, algunas de ellas acostumbradas a funcionar en régimen regulado de cuasi monopolio. En la banca, por ejemplo, el margen sobre los activos totales medios pasó de un 4% a principios de la década de los 90, a menos de un 2% al final de la misma; mientras que el resultado de explotación se contrajo hasta el 0,89% desde el 2% inicial. En este contexto de presión sobre la utilidad doméstica, las grandes firmas españolas vieron en Latinoamérica una oportunidad única de crecimiento, al encontrarse no solo con márgenes superiores a los locales, sino sobre todo con un enorme potencial de crecimiento para su oferta, debido a los menores índices de bancarización y en general de utilización de servicios que había en el continente. Para darse una idea de este potencial, en el período 1992-2002 el consumo eléctrico por persona se incrementó un 186% en Chile, un 84% en Perú y un 71% en Argentina, crecimientos propios de países en vías de desarrollo, a los que las empresas españolas ya estaban acostumbrados por cuanto la propia España había pasado por una situación similar en los años 60. Por consiguiente, no solo existió la oportunidad, sino que además se tenía el *know-how* de cómo aprovecharla. Una síntesis de las causas anteriores se encuentra en las palabras del consejero delegado de BBVA Ángel Cano, al afirmar que “la elección de Latinoamérica no fue casualidad. Intervinieron una serie de factores clave como son la baja bancarización de esa región geográfica, el crecimiento potencial de sus economías, la correlación negativa de sus ciclos económicos con los países occidentales, el atractivo de su estructura demográfica y, por supuesto, el acercamiento cultural y la similitud idiomática”²⁶

Como resultado de todo lo anterior, en la última década del siglo pasado, los flujos de inversión de los países de la UE hacia Latinoamérica se multiplicaron por nueve, desde los 9.200 M de dólares de 1990 a los 86.467 M de 1999, y Europa pasó de representar

Figura 3.- Inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe



Fuente: CEPAL, División de Desarrollo Productivo y Empresarial

un 27% del total de la inversión en la zona en la década de los ochenta a suponer más

del 56% a finales de la década de los noventa. De entre los países europeos, España fue el mayor de todos ellos, de forma que en 1999 su inversión en la zona superó incluso a la de Estados Unidos. Esta mayor participación de las firmas europeas en la IED de Latinoamérica se mantuvo hasta 2003, cuando la crisis de las mayores economías americanas unido a los

²⁶ Revista Estrategia Financiera, N° 286, Septiembre 2011

problemas de liquidez de los inversores europeos debido al fuerte endeudamiento que habían contraído tanto por su inversión en Latinoamérica como en otras fallidas (licencias 3G de telecomunicaciones), hicieron que muchas firmas inglesas, francesas e italianas, sobre todo de los sectores de la energía y las telecomunicaciones, abandonaran el continente; no tanto así las españolas, que a pesar de las dificultades expresaron su intención de mantenerse como inversores estables en la región a largo plazo, si bien la inversión nunca volvió a alcanzar los niveles de finales de los 90 y principios de la década.

2.2. La inversión en Europa

De los informes anuales de las empresas con inversión en el continente y otros estudios pueden extraerse las principales razones aducidas para su expansión en Europa:

(1) Reducir la volatilidad de los resultados

La crisis brasileña ya citada, y en mayor medida la argentina de principios de siglo, pusieron de manifiesto la enorme vulnerabilidad de los resultados de las grandes empresas españolas como consecuencia de su enfoque geográfico en Latinoamérica. Varias de ellas, particularmente los bancos, se vieron obligadas a realizar importantes provisiones en sus balances para reflejar la pérdida de valor de sus inversiones, con el consiguiente impacto en sus cuentas de resultados. Algunos estudios²⁷ cuantifican el impacto de esa crisis en un 0,8% del PIB español de 2002 y calculan que el perjuicio económico de las empresas españolas como consecuencia de la devaluación del peso argentino ascendió a una cifra superior a los 14.000 M \$. De hecho el índice IBEX-35 donde cotizaban la mayor parte de dichas empresas, perdió un 48,1% en dicho período, una caída superior a la de otros índices similares como el FTSE-100 o el CAC-40 francés, también afectados por la inestabilidad política causada por los atentados del 11 de Septiembre de 2001 en Nueva York y las onerosas licencias de telefonía móvil de tercera generación pagadas por las grandes operadoras europeas de telecomunicaciones. El impacto en la rentabilidad unido a la incertidumbre sobre futuros resultados hizo que las grandes firmas españolas comenzaran a sopesar la necesidad de expandirse en mercados más estables, con resultados más predecibles, que sirvieran de contrapeso a la volatilidad del mercado latinoamericano. Ésta fue una de las principales razones esgrimidas para la compra de Abbey National Bank por parte del Grupo Santander, de la operadora británica O₂ por parte de Telefónica o de la eléctrica Scottish Power por parte de Iberdrola, que junto a la de BAA por parte de Ferrovial constituyen las mayores adquisiciones europeas realizadas hasta el momento por empresas españolas.

(2) Advenimiento del Euro

La puesta en marcha de la moneda única hizo presagiar una ola de fusiones paneuropeas en varios sectores, que no llegó a materializarse (Campa y Hernando, 2006). Por el contrario, el miedo a ceder a manos extranjeras el control de algunos sectores considerados estratégicos por parte de los gobiernos nacionales, hizo que en ocasiones éstos promovieran la creación de “campeones nacionales” en lugar de incentivar

²⁷ Blázquez y Sebastián. El impacto de la crisis argentina sobre la economía española. Instituto Elcano. DT 11/2004

uniones internacionales. Como casos más notorios cabría citar los de Francia e Italia, que promovieron operaciones entre firmas domésticas en diversos sectores, como el farmacéutico (Sanofi/Aventis) o el bancario (Intesa/San Paolo o Monte di Piaschi/Antovenneta). Y aunque los bancos españoles quisieron consolidar sus posiciones en esos países (Santander/Société Générale) o (BBVA/BNL) se encontraron con una fuerte oposición del entorno, optando por salir de las participaciones minoritarias que mantenían en dichos bancos. La llegada del euro, que para la banca española suponía competir a campo abierto con sus homólogos europeos así como la pérdida de jugosos ingresos en el mercado de divisas por la desaparición de las monedas nacionales, sí puede afirmarse contribuyó las fusiones domésticas de los bancos, Santander/Central Hispano y BBV/Argentaria, lo que les aportó mayor solvencia para su expansión internacional.

Igualmente cabe destacar el papel clave que tuvo el euro en todo el proceso adquisitivo de las empresas españolas en el exterior, por cuanto el éxito inicial de la moneda única y su consolidación como segunda moneda mundial tras el dólar, hicieron que fuera aceptada como moneda de pago, sobre todo cuando el abono de la compra se hacía con acciones. Al ser éstas cotizadas en euros, el vendedor solo tomaba el riesgo de la volatilidad propia del título y no tanto de la divisa, considerada fuerte, mientras que si las acciones de la compradora hubieran sido denominadas en pesetas, el alto riesgo de la moneda, con varios precedentes de devaluación, hubiera hecho imposible esta modalidad de pago.

(3) Diversificación de las empresas dependientes del ciclo económico

El auge de las compañías constructoras a finales de los años 90 debido a los significativos crecimientos en la licitación de obra pública (superiores al 7% anual en el trienio 1998-2000), unido al espectacular incremento de beneficios de las empresas inmobiliarias, hizo que ambos sectores se encontraran en una óptima situación de liquidez para invertir. Por otra parte, la drástica reducción de fondos europeos con destino a España, debido a la ampliación de la Unión Europea a los países del Este, y la consiguiente caída de la inversión en infraestructuras, hizo evidente la necesidad de diversificación geográfica y sectorial de dichas empresas. En este contexto, la mayoría se decantaron por los servicios de infraestructuras, tales como mantenimiento de aeropuertos, gestión de autopistas y otros relacionados, como la forma más lógica de diversificación. En cuanto a la geografía, destaca la adquisición de empresas europeas, algunas fallidas como las francesas Eiffage o Gecina, y otras ejecutadas como la británica BAA, cuya adquisición por parte de Ferrovial hizo que en 2007 más de dos tercios del resultado bruto de explotación de la española procediera de sus operaciones internacionales.

(4) Ampliación de la Unión Europea

La entrada en la UE de diez nuevos países en Enero de 2005 y dos más en 2007, la mayoría de ellos provenientes del Este de Europa, supuso un nuevo marco de estabilidad que elevó significativamente las oportunidades de inversión extranjera en los mismos. El bajo coste de la mano de obra en comparación con su nivel de formación, convirtió a la zona en un lugar propicio para la radicación de industrias productivas y de servicios provenientes de la deslocalización en países occidentales. Aunque en el caso español su incidencia fue bastante inferior a la que tuvo en otros países europeos, por

ejemplo Alemania; sin embargo en años como 2005 supuso más de 5.900 M \$, equivalente al 23% de la inversión española en Europa y superior a la suma de toda la inversión del resto de años anteriores en esa área.

3. Adquisiciones frente a Inversión exterior. El caso de las empresas españolas.

Tanto el FMI como la OCDE definen inversión exterior como la toma de una participación a largo plazo en una empresa radicada en un país diferente al del inversor. A este respecto, se entiende que para ser considerada inversión estable, el mínimo requerido es de un 10% en el caso de empresas cotizadas y de 0% en el caso de empresas no cotizadas. En el caso de España, la Dirección General de Comercio e Inversiones dentro de sus estadísticas considera específicamente como inversión exterior, toda la que entra en alguna de las siguientes categorías:

- Flujos destinados a participación en compañías extranjeras no cotizadas en Bolsa
- Inversión en compañías extranjeras cotizadas en Bolsa, siempre que la participación exceda del 10%.
- Financiación de las propias subsidiarias en el exterior
- Otras inversiones en contratos de cuentas, fundaciones, cooperativas y otras instituciones, siempre que el monto exceda de 1,5 M € y el receptor se encuentre en un territorio considerado “paraíso fiscal”.

Quedan expresamente excluidas del cómputo las siguientes inversiones:

- Financiación de empresas relacionadas
- Inversiones en el extranjero de españoles no residentes en España o de ciudadanos extranjeros residentes en España.

En base a las definiciones anteriores, se diferencian igualmente tres modalidades de inversión exterior: Inversión Directa (*Greenfield Investment*), Alianzas (*Joint Ventures*) y Fusiones y Adquisiciones (*Mergers and Acquisitions*).

Inversión Directa (“Greenfield Investment”)

Se considera inversión directa el establecimiento de subsidiarias en mercados extranjeros. Como tal, este tipo de inversión es la que otorga un mayor control sobre los recursos, si bien como contrapartida es la que conlleva unos mayores costes (Hennart y Park, 1994). Estos costes incluyen no sólo los relacionados con la construcción y puesta en marcha de locales o factorías, sino aquéllos derivados de la operativa en el nuevo entorno, tales como el establecimiento de relaciones con proveedores, distribuidores y organismos gubernamentales (Anderson et al 1997). En el caso de las grandes empresas españolas, esta modalidad ha sido utilizada frecuentemente por amplios sectores como el turismo (Ramón e Hidalgo, 2002). De hecho, gran parte de la expansión de los hoteleros mallorquines en el Caribe durante los años 90 se realizó de este modo. Igualmente, empresas de distribución y grandes cadenas comerciales, como Inditex, El Corte Inglés o Mango han utilizado esta vía como forma de expansión en el exterior, evitando operaciones corporativas de fusiones y adquisiciones. Según ciertos autores, atraer inversión directa es más complicado que atraer cualquier otra forma de inversión;

sin embargo en sectores como la construcción, la minería o la exploración petrolífera, fuertemente dependientes de las concesiones públicas, normalmente se requiere un compromiso de inversión directa por parte de la empresa adjudicataria del correspondiente concurso. En otras ocasiones, se produce una combinación de formas de inversión para reafirmar su posición en un área geográfica, como el caso de Repsol, quien, seguidamente a la adquisición de YPF, emprendió un ambicioso programa de inversiones directas en toda Latinoamérica.

Alianzas (*Joint Ventures*)

Las alianzas internacionales proporcionan acceso a importantes recursos, junto a la oportunidad de compartir los inevitables costes y riesgos que supone la entrada en un nuevo mercado. En consecuencia, cuando se forma una alianza con un operador local, dichos costes y riesgos se moderan comparativamente con los de cualquier otra forma de entrada; si bien esta modalidad representa un menor control sobre la firma participada, suponiendo a la vez unos mayores costes transaccionales (de cooperación y coordinación) (Shimizu et al, 2004). Referido a las firmas españolas, Vidal (1999) realizó un análisis de 87 alianzas globales establecidas por éstas en el período 1987-1997, observando que era el sector financiero quien más realizaba este tipo de acuerdos para su expansión internacional (BBVA, Popular), y concluyendo que la inversión exterior a través de alianzas que llevaran consigo cruce de participación accionarial era la modalidad de mayor éxito. Conclusión ratificada por López Duarte y García Canal (2003), para quienes las alianzas eran la forma de expansión internacional que generaba mayores rendimientos (1% superior al resto de promedio). En el período del estudio, existen varios ejemplos de alianzas de empresas españolas dentro de su expansión internacional. Uno de los pactos más representativos fue el de Telefónica con Portugal Telecom en Brasil para la creación de Brasilcel, rebautizado Vivo en 2003, el mayor operador de móviles del país, y que finalizó en 2010 con la adquisición por parte de la española del 50% de la portuguesa; constituyendo esta ruptura un ejemplo claro de otro rasgo de las Joint Ventures, cual es su inestabilidad a largo plazo, reconocida por numerosos estudios académicos²⁸.

Fusiones y Adquisiciones (M&A)

Aunque existen discrepancias respecto a la proporción de inversión exterior que representan las fusiones y adquisiciones, generalmente se acepta que éstas son la modalidad más extendida de inversión exterior (Kangan Johansson, 2000; Letto-Gillies, Meschi and Simonetti; 2001; Chadn and Findlay, 2002). En este sentido, la literatura académica sugiere que la entrada en un país extranjero mediante la adquisición de una firma local viene influenciada por tres tipos de factores (Shimizu et al, 2004):

- Factores específicos de la firma compradora, tales como su experiencia local o multinacional, la diversidad de productos que comercializa y/o su estrategia internacional.
- Factores propios del sector, tales como intensidad tecnológica, publicidad e intensidad vendedora.
- Factores relativos al país tales como crecimiento del mercado en el propio país del comprador, idiosincrasia cultural, etc.

²⁸ Yan, Zeng. International Joint Venture Instability: A Critique of Previous Research. *Journal of International Studies* 30,2 (1999)

Entre los primeros, tanto la experiencia local y multinacional de la empresa compradora, el grado de diversificación de productos y el tamaño relativo de la inversión, se han asociado positivamente a las adquisiciones exteriores. Asimismo la similitud cultural entre los países de las empresas compradora y vendedora, así como un bajo nivel de incertidumbre económica en el propio país de la compradora incrementan la probabilidad de que la inversión exterior se realice a través de adquisiciones. La distribución entre las tres modalidades, *Greenfield*, *Joint Ventures* y M&A, es difícil

Figura 4. Fusiones y Adquisiciones vs, IED
(Cifras en M €)



Fuente: Registro de Inversiones Exteriores

saber por cuanto existen serias discrepancias en las diferentes bases de datos, siendo la propia UNCTAD quien llama la atención sobre las inconsistencias detectadas en el reporte de algunos países²⁹. Por otra parte, la comparación entre fusiones y adquisiciones e IED no es siempre consistente por varias razones, como por ejemplo que la financiación de la adquisición sea local o que se haga a través de otra subsidiaria en el país de destino,

en cuyo caso no cuenta como IED, o incluso que sea pagada en varios años³⁰. No obstante lo anterior, tomando como base la información

proporcionada por la DG de Comercio e Inversiones, en la figura 4 se ha realizado una comparación entre el total de IED española en el extranjero y la parte que corresponde a adquisiciones. En el conjunto de los doce años analizados, del total de los aproximadamente 532 MM € de IED española en el exterior durante el período, 346 MM € fueron invertidos en adquisición de acciones o participaciones de empresas extranjeras, lo que supone que esta modalidad abarcó el 65,1% del total de la inversión internacional realizada por las empresas españolas, oscilando entre el 46,2% del año 1998 y el 84,9% de 2004. Estos porcentajes son consistentes con los de otros estudios, como los de Arahuete y G. Domonte (2007), que en el período 1993-2000 desglosan la inversión exterior en un 55% adquisiciones, un 42% aportaciones de capital y apenas el 3% mediante constitución de nuevas empresas, cifras que en el período 2001-2006 pasan a ser del 70% para adquisiciones, 27,5% para capital y 2,5% para constitución. Si se tiene en cuenta que una parte de las aportaciones de capital fueron en consorcios con socios locales que después se adjudicaron empresas privatizadas³¹, no es arriesgado afirmar que las operaciones de adquisición en sentido amplio probablemente superaron el 75% del total de la IED española en el exterior durante el período 1996-2007.

4. Factores relevantes en la elección de M&A para la expansión exterior.

A la vista de lo anterior, parece claro que las empresas españolas se decantaron mayoritariamente por adquisiciones en lugar de otras formas de inversión exterior. Entre las explicaciones más importantes que justifican esta elección, las siguientes:

²⁹ UNCTAD Training Manual on Statistics for FDIs and the Operations on TNC. Volume III.5

³⁰ Impact of Cross Border Mergers and Acquisitions on Development and Policy Issues for Common Consideration. Note by the UNCTAD Secretariat. – 8 Junio, 2000. Pag. 4

³¹ Esta modalidad fue muy utilizada por las empresas energéticas en su expansión en Latinoamérica.

(1) Menor tamaño de las empresas respecto a sus competidores europeos

La menor dimensión de las firmas españolas respecto a sus pares sectoriales de Europa o Estados Unidos, ponía en peligro su supervivencia como entidades independientes, por cuanto la globalización las convertía en presa apetecible para estas últimas. Algo parecido había sucedido en los años siguientes a la adhesión de España a la Unión Europea, donde sectores de actividad enteros, tales como el farmacéutico o el textil y gran parte del manufacturero habían caído en manos extranjeras. En este contexto, frente a otras formas de inversión exterior que hubieran requerido más tiempo para madurar, las adquisiciones producían resultados inmediatos en cuanto a dimensión, haciendo ganar masa crítica y presencia global a corto plazo. Efectivamente, la liberalización de la energía, las telecomunicaciones y los servicios financieros, que llegaron tras la adhesión del país a la Unión Europea, dejaron poco margen de maniobra a estas compañías para crecer en el mercado doméstico, siendo aún suficientemente pequeñas como para ser absorbidas por las grandes multinacionales europeas o americanas. Se trataba de adquirir o ser adquirido³².

(2) Impulso público para crear firmas líderes en determinados sectores de actividad

Como continuación al proceso de privatización de empresas públicas, el Gobierno promovió la consolidación sectorial para crear líderes nacionales capaces de competir con sus homólogos europeos en sectores que se consideraban estratégicos, fundamentalmente la banca y los servicios de energía. Estos procesos se aceleraron con la puesta en marcha de la moneda única y la liberalización energética auspiciada por la Unión Europea, dando como resultado unos niveles de concentración bancaria y de servicios energéticos a la cabeza de Europa, como lo prueba el hecho de que en 2000, los dos grandes bancos españoles tenían una cuota de mercado de aproximadamente el 30% (30,6% en crédito y 29,8% en depósitos) y las tres grandes energéticas privatizadas alcanzaban entre ellas una cuota superior al 80%, siendo el español uno de los mercados más concentrados tanto en generación como en suministro residencial³³.

(3) Regulación fiscal favorable

En su trabajo “Los incentivos fiscales a la internacionalización de la empresa española” Gutiérrez Lousa y Rodríguez Ondarza (2005) revisan los grandes cambios regulatorios en materia fiscal introducidos a raíz de la internacionalización de las empresas españolas. El conjunto de normas que regulaban la imposición de las operaciones internacionales que se contenía en el TRLIS (Texto Refundido de la Ley del Impuesto sobre Sociedades), que en operaciones de Fy A internacionales es considerada favorable a las empresas españolas, fundamentalmente en dos aspectos: (1) la exención de impuestos en los dividendos y ganancias de capital procedentes de la venta de participaciones en empresas extranjeras y (2) la posibilidad de deducir como gasto el fondo de comercio (*goodwill*) emergente de operaciones de adquisición en el extranjero.

³² China, Russia and India boost their global profile. Financial Times. June 27, 2008

³³ Federico y Vives. Competencia y Regulación en los mercados españoles de gas y electricidad. IESE (2008)

Mientras que para la deducción del fondo de comercio en las adquisiciones nacionales se aplican severas restricciones, en el caso de adquisiciones en el extranjero podía deducirse anualmente hasta un 5% del total, siempre que se hubiera mantenido una participación superior al 5% durante el año fiscal precedente. Este ahorro fiscal proporcionaba ventajas a las firmas españolas frente a sus competidores europeos, de tal forma que provocó su reacción en determinadas operaciones. Tal fue el caso de la toma de O2 en el Reino Unido por parte de Telefónica, que provocó las quejas de Deutsche Telekom, rival directo en la operación, acusando a la española de competir con ventaja, al poder deducirse ésta del fondo de comercio de 11.000 M€, lo que supondría un ahorro de casi de 3.500 Millones, más de un 12% del precio pagado por la adquisición³⁴. En este sentido, a raíz de la pregunta de un diputado en el Parlamento Europeo acerca de los beneficios fiscales que Iberdrola obtendría en España como consecuencia de la adquisición de Scottish Power³⁵, el 10 de octubre de 2007, la Comisión Europea de la Competencia abrió un expediente a España por estas ayudas fiscales, que concluyó el 27 de octubre de 2009 declarando ilegales los beneficios fiscales derivados de la amortización del fondo de comercio. Sin embargo, a pesar de ello sólo se instaba a que se retornaran las sumas deducidas por las adquisiciones posteriores a diciembre de 2007, lo cual dejaba al margen a las grandes adquisiciones realizadas desde el 2002 hasta esa fecha. En términos financieros, el valor actual neto de dicha exención fiscal tiene una importante repercusión en la valoración de dichas inversiones puesto que supone una deducción aproximada del 30% sobre el fondo de comercio, que es el valor pagado por encima del valor contable de la empresa adquirida.

(4) Fin de las ayudas europeas al desarrollo

Desde el ingreso de España en la UE hasta 2007 se calcula que España recibió más de 90.000 M€ destinados a infraestructuras, materializados en trenes de alta velocidad, autovías, plantas de reciclaje y otras infraestructuras³⁶. Ante la perspectiva de una reducción de dichos fondos desde casi el 1% del PIB español a prácticamente cero, una vez que el país se convirtiera en contribuyente neto, las empresas constructoras se afanaron por reducir su dependencia del mercado nacional adivinando la reducción en cuanto a licitación de obra pública. Ello hizo que optaran por una rápida diversificación sectorial y geográfica hacia zonas de mayor crecimiento, de forma que además la diversificación les permitiera ganar tamaño en actividades afines. Como consecuencia, a finales de 2007, cinco de las siete mayores empresas constructoras del continente eran españolas, habiéndose expandido éstas en buena parte a los nuevos países receptores de fondos, como fueron los casos de Ferrovial con la polaca Budimex, de FCC en la austríaca Alpine o de ACS en la alemana Hochtief, todas ellas con grandes proyectos en los antiguos países de la órbita soviética.

³⁴ Financial Times 10-11- 2005, DT blast Spanish Tax Subsidies

³⁵ Comunicación de la Comisión Europea c2007 (4321) Ayuda de Estado – España Amortización fiscal del fondo de comercio financiero para la adquisición de participaciones significativas en entidades no residentes.

³⁶ Financial Times 22-08-2007. Spain builds inroads into Eastern Europe.

5. Base de datos de adquisiciones internacionales de las grandes firmas españolas

En el anexo 1 puede encontrarse el detalle de la base de datos de las adquisiciones correspondientes a los sectores y firmas seleccionadas, que son las siguientes:

Banca:	Grupo Santander BBVA
Energía:	Repsol Iberdrola Endesa Gas Natural Fenosa
Construcción:	Ferrovial Abertis FCC
Telecomunicaciones:	Telefónica

La elección de estas 10 empresas se ha realizado en base al análisis de las operaciones de adquisición en el exterior reportadas en sus informes anuales, cotejadas con alguno de los principales anuarios y bases de datos. Si bien puede haber otras, como Mapfre o Altadis, cuyo volumen de adquisiciones internacionales pudiera ser superior a alguna de las seleccionadas, por consistencia en cuanto al análisis sectorial se han excluido, sin que ello se considere relevante para las conclusiones del estudio. Igualmente, se han agrupado los datos de las sociedades que al inicio del período estaban separadas, de forma que fueran comparables con los de las resultantes tras la fusión. Es el caso de Santander-Central Hispano, BBV-Argentaria y Gas Natural-Fenosa. Adicionalmente, durante el período de estudio, otras dos firmas, Telefónica y Ferrovial, realizaron segregaciones de algunas de sus líneas de negocio para después reagruparlas, con lo cual en ambos casos se han contabilizado tanto las adquisiciones realizadas cuando operaban por separado de la matriz como cuando lo hacían juntas. El total de adquisiciones realizadas por las diez firmas seleccionadas durante el período 1996-2007 ascendió a 216.262 M €, frente a un total de adquisiciones transnacionales realizadas por las empresas españolas (según la DG de Inversiones Exteriores) de 346.326 M €, cubriendo por tanto un 62,4% de las mismas y un 40,7% de la inversión española directa en el extranjero en cualquier modalidad (Tabla 5). Por consiguiente puede afirmarse que las operaciones exteriores de estas diez empresas no solo cubren la mayoría de las adquisiciones internacionales realizadas por las compañías españolas, sino también un alto porcentaje del conjunto de la inversión exterior del período.

Tabla 5. Adquisiciones exteriores de firmas seleccionadas (% IED)

	1996-2007 (M €)
Total IED Emitida	531.593
IED por adquisiciones	346.326
Adquisic. De las 10 firmas	216.262
%IED adquisiciones	62,4%
%IED Total	40,7%

Fuente: D.G. Inversiones Exteriores

Tabla 6. Capitalización de firmas seleccionadas 2007

Firma	M €	Firma	M €
1 Telefónica	106.067	9 ACS	14.344
2 Santander	92.501	10 B. Popular	12.220
3 BBVA	62.816	11 Abertis	14.071
4 Iberdrola	51.934	12 Ferrovial	8.205
5 Endesa	38.485	18 FCC	6.711
6 Repsol	29.764	Total IBEX35	617.362
7 Gas Natural	31.993	Total 10 firmas	442.547
8 Inditex	26.192	10 firmas(%Ibex)	71,7%

Fuente: CNMV. Informe Anual

Ello nos lleva rápidamente a la conclusión de que, en términos de volumen de la inversión, el fenómeno de internacionalización de las empresas españolas se circunscribió a un número muy reducido de ellas, procedentes en su mayoría de sectores fuertemente regulados y en los que de una forma u otra había sido accionista el propio Estado.

Respecto al tamaño de las firmas adquirientes, éstas fueron las de mayor capitalización de la bolsa española. A finales de 2007 las diez empresas seleccionadas (once antes de la fusión de Unión Fenosa y Gas Natural en 2008), representaban un 71,7% de la capitalización total (sin ponderar por *free float*) del Ibex-35. De hecho, dentro de este elenco de firmas internacionalizadas se encontraban las siete de mayor capitalización, situándose las tres restantes en los puestos once, doce y dieciocho respectivamente (Tabla 6). En medio se encontraban firmas no incluidas en el estudio como Inditex, cuya expansión internacional se ha hecho básicamente a través de *green field investment* y no de adquisiciones, el banco Popular, con apenas actividad internacional y ACS quien a pesar de tener un gran volumen de obra fuera de España, generalmente fue conseguido por la propia empresa y no a través de alguna firma adquirida en el exterior. Incluso tras la crisis de 2008, y a pesar de la enorme pérdida de capitalización de la mayoría de las firmas y la entrada de otras como Caixabank o Arcelor o el incremento de valor de Inditex, su peso en el índice no disminuyó significativamente, manteniéndose entre el 65% y el 70% del mismo. Por tanto puede afirmarse que las empresas internacionalizadas fueron las de mayor capitalización de la bolsa española, por lo que el rendimiento de dichas adquisiciones para los accionistas que su performance estará bastante ligado a la evolución del propio índice.

En cuanto a las empresas adquiridas en el exterior, se observa igualmente una enorme concentración, de tal forma que las 15 mayores adquisiciones internacionales realizadas por las firmas españolas durante el período representaron aproximadamente el 67% del total de las analizadas, por lo que igualmente puede concluirse que no solo el fenómeno resultó acotado en cuanto al número de firmas adquirientes sino en cuanto a las adquiridas. Por consiguiente, más que hablar de un movimiento de internacionalización

generalizada, como algunos autores dan a entender, es claro que la cuestión de la internacionalización de las firmas españolas se centra en un grupo reducido de grandes empresas que realizaron una serie de adquisiciones clave en el exterior, complementadas por otras de menor tamaño, lo que terminó convirtiéndolas en multinacionales (Tabla 7).

5.1. Estructura de la Base de Datos

La base de datos comprende 382 operaciones correspondientes a la adquisición de 269 empresas extranjeras, que fueron adquiridas por las diez empresas españolas seleccionadas entre 1996 y 2007. Para la

Tabla 7. Mayores adquisiciones de empresas españolas (1996-2007)

	Adquirente	Adquirida	M€	Año
1	Telefónica	O2 (Reino Unido)	26.135	2006
2	Iberdrola	Scottish Power (Reino Unido)	17.100	2007
3	Repsol	YPF (Argentina)	14.298	1999
4	Telefónica	Telesp (Brasil)	13.752	2000
5	Santander	Abbey National (Reino Unido)	12.541	2004
6	Santander	Banco Real - ABN (Brasil)	10.815	2007
7	BBVA	Compass Bancshares (EE.UU)	6.672	2007
8	BBVA	Bancomer (México)	6.623	2000
9	Telefónica	Telefonica Argentina (Argentina)	6.500	2000
10	Santander	Banespa (Brasil)	6.149	2000
11	Telefónica	Lycos (EE.UU)	5.583	1999
12	Telefónica	Endemol (Holanda)	5.436	2000
13	Endesa	Enersis (Chile)	5.151	1997
14	Telefónica	Consortio Orla 3G (Alemania)	4.845	2000
15	Ferrovial	BAA (Reino Unido)	3.672	2005
Total 15 adquisiciones			145.272	
Total Adquisiciones			216.262	
%			67,2%	

Fuente: Base de datos. Anexo 1.

elaboración de la base, se han revisado los informes anuales de dichas empresas seleccionadas durante los doce años del período, cotejando la información, cuando ésta no era suficientemente precisa, con la reportada a la CNMV (hechos relevantes) por dichas empresas. En algún caso también se ha contrastado con anuarios y bases de datos privadas, fundamentalmente los de Capital & Corporate y Thomson Reuters. Los criterios generales con las que ha sido preparada la base de datos son los siguientes:

- Operaciones de adquisición en el exterior donde la empresa compradora es una de las diez firmas españolas citadas, con vocación de accionista mayoritario y estable. Se excluyen participaciones financieras, en las que la firma española tenía un bajo porcentaje de participación al final del período (Ejemplo: BBVA mantenía 10% de Citic Bank en China o Iberdrola 6,8% de Electricidade de Portugal).
- Participación en consorcios para licitación de obras públicas o energía, donde la empresa española es accionista mayoritario y de control. En tal caso el valor de la adquisición correspondiente se calcula según el porcentaje de participación.
- Desinversiones totales o parciales de las operaciones anteriores a precio de venta realizadas durante el período.

Más específicamente, las adquisiciones registradas obedecen a los siguientes criterios:

- 1) Operaciones anunciadas entre el 1 de enero de 1996 a 31 de diciembre de 2007³⁷, aunque su ejecución haya sido posterior³⁸.
- 2) Valor de adquisición superior a 10 M €, salvo que ésta forme parte de una operación mayor, en cuyo caso se incluye para entender mejor la secuencia del proceso adquisitivo.
- 3) La empresa compradora directa o indirectamente³⁹ es española, siendo la adquirida una firma no española fuera de España.
- 4) Las operaciones son adquisiciones de una porción significativa del capital con vocación de estabilidad en el accionariado y se mantienen a finales del período (31-12-2007), incluyéndose igualmente aquellas operaciones de *Project Finance*, controladas por firmas españolas, computándose su valor en función del capital aportado al consorcio o firma vehículo creado para hacerse con la concesión. (Ej. Operaciones de *Build Operate Transfer* en México por Iberdrola o concesiones de autopistas chilenas a Ferrovial/Cintra).
- 5) En el caso de venta parcial de una participación a un tercero, se considera el valor recibido por dicha participación en su momento (Ej: Venta de Serfin en México a Bank of America por parte del Banco Santander) .
- 6) El cambio Euro/Dólar utilizado para calcular el precio pagado en Euros viene determinado bien por la información de la propia compañía, bien por el cambio a final de año en que se realiza la transacción, de acuerdo a los tipos de cambio extraídos del cambio medio publicado por el Banco de España. Con anterioridad a 1999, el tipo de cambio corresponde al de la peseta/dólar convertido a euros.

³⁷ Existen pequeñas excepciones de operaciones iniciadas antes de 1996 que se incluyen por completarse posteriormente durante el período de estudio.

³⁸ Es una de las razones por las que el negocio internacional de estas firmas se valora a finales de 2008, una vez consolidadas todas las adquisiciones en sus resultados (Capítulo 9).

³⁹ La firma compradora puede ser una empresa local controlada por una española (Ej. BBVA adquiere Banco de Crédito Argentino a través del Banco Francés)

De la base de datos se excluyen específicamente:

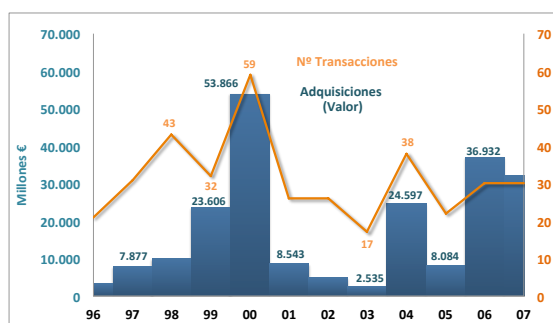
- 1) Adquisiciones de intereses minoritarios que posteriormente fueron enajenados (ej: BBVA/Banca Nazionale del Lavoro, Santander/San Paolo) o que no representan una toma de control (Telefónica/China Network Mobile)
- 2) Transacciones de empresas extranjeras en las que ambas partes son españolas (Venta de ciertas empresas de telefonía brasileña a Telefónica por parte de Iberdrola).

Bajo las premisas anteriores, la base de datos contiene 375 operaciones correspondientes a la adquisición de más de 250 firmas en el extranjero, detallando compradora y adquirida, país de destino, valor en euros y dólares (caso de haberse realizado y publicado el valor en esta moneda) y año en que aparecen publicadas en los informes anuales correspondientes, si bien la ejecución y consolidación en los resultados puede producirse en un período (año) posterior. Al final de algunas operaciones se añaden comentarios con objeto de clarificar la secuencia de cada compra.

5.2. Distribución Temporal y Valor de las Transacciones

Como se ha indicado, en 1995 España empieza a equilibrar su IED en términos de recepción y emisión, para a partir de 1997 convertirse en un emisor neto de inversión al exterior. A partir de ahí, el flujo de adquisiciones fue creciendo casi en paralelo con la IED, dándose dos picos importantes durante el período de estudio, el primero en los años 1999-2000 culmen de la expansión en Latinoamérica y el segundo 2005-07, cuando se realizan las grandes adquisiciones en Europa. Entre medio se produce el parón de los años 2002 a 2004, consecuencia por una parte de la crisis latinoamericana y la explosión de la burbuja tecnológica, y por otra de la incertidumbre de la economía mundial debido al ambiente bélico posterior al 11 de septiembre de 2001. Ambas circunstancias obligaron a las firmas españolas a consolidar posiciones ralentizando la

Figura 5. Distribución temporal de las adquisiciones en el exterior



Fuente: Base de datos de adquisiciones. Anexo 1

expansión exterior en línea con el resto del mundo, hasta que de nuevo volvió a tomar intensidad a partir de 2005 (Figura 5).

Esta distribución cronológica se corresponde en gran medida con las dos últimas olas de operaciones de M&A a nivel mundial, la primera 1997-2000 se enmarcaría dentro de la ola de las grandes adquisiciones transnacionales y la segunda 2005-2007 con la de las adquisiciones apalancadas durante la cual las operaciones de Private Equity, que llegaron a representar casi el 25% del total mundial⁴⁰.

⁴⁰ Thomsonreuters. M&A Financial Advisory Review. Q4-2007

En cuanto al tamaño de las transacciones realizadas, cronológicamente siguen la misma pauta que la distribución temporal por valor, con la excepción de las fuertes adquisiciones iniciales de YPF (Repsol) y Banespa (Santander), la exitosa de Telesp (Telefónica) o la fracasada de Lycos (Telefónica), que se producen al final de la primera ola de adquisiciones, como por otra parte es lógico dado que para entonces las grandes empresas ya se habían internacionalizado y sus resultados y músculo financiero eran muy superiores a los iniciales cuando realizaron las primeras compras. Por valor, de las 349 operaciones de compras analizadas, 43 superaron los 1.000 M €, 188 estuvieron entre 100 y 1.000 M € 118 fueron inferiores a 100 M € (Tabla 6). A ellas se le añaden 33 desinversiones por valor de más de 22.000 M € realizadas en el período por ventas totales o parciales de alguna de las adquisiciones. Si consideramos el precio total pagado por las adquisiciones, en ocasiones muy alto, esta parcialización en la compra indica la prudencia inversora de las empresas españolas en determinados países, en los cuales fueron adquiriendo paquetes accionariales por tramos a medida que las oportunidades se fueron produciendo. Por ejemplo, para finalmente acabar en una única subsidiaria operativa en Brasil, Telefónica efectuó 29 operaciones de compra diferentes a lo largo del período, al igual que BBVA en México, que lo hizo a través de 15 operaciones de adquisición de acciones. Debe resaltarse que no siempre fue ésta la tónica general, puesto que otras compras de gran envergadura como las de O2 (26.135 M €), Scottish Power (17.100 M €) o Lycos (ejecutada por 5.583M €, si bien la oferta inicial fue de 12.089 M €) se hicieron a través de OPAs ejecutadas en una sola operación.

Tabla 8. Serie temporal de adquisiciones. Número y Valor.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Nº de Trans	21	31	43	32	59	26	26	17	38	22	30	30
Valor Total (M €)	3.344	7.877	9.949	23.606	53.866	8.543	4.813	2.535	24.597	8.084	36.932	32.114
% IED	66,7%	74,9%	64,6%	46,0%	89,1%	17,8%	10,2%	8,0%	49,8%	23,5%	55,6%	31,5%
Valor Medio (M €)	159	254	231	738	913	329	185	149	647	367	1.231	1.070
Nº Adquirentes	8	7	8	9	9	8	8	8	8	10	9	8

Fuente: Base de datos de adquisiciones. Anexo 1

5.3. Distribución Geográfica y Sectorial

En cuanto a la distribución geográfica, Latinoamérica, la Unión Europea y Estados Unidos absorbieron más del 90% del capital español dedicado a adquisiciones de empresas en el exterior. Por consiguiente, se percibe una focalización geográfica importante en la inversión, que deja al margen a los grandes mercados emergentes asiáticos, a Australia y a África en su práctica totalidad con la pequeña excepción del Magreb. Contrariamente a la opinión de algunos autores⁴¹ que han abogado por la internacionalización a otras zonas, las grandes empresas españolas se focalizaron lugares con vínculos culturales y mayor proximidad geográfica, rehuendo inversiones en lugares como Asia o África, más distantes cultural y geográficamente.

Dentro de las zonas objetivo, Brasil, Reino Unido y Estados Unidos, por este orden, resultaron ser los países destinatarios de la mayoría de adquisiciones, con más de un 50% del total, seguidos de un grupo entre los que se encuentran Argentina, México y

⁴¹ Guillén Mauro (2005). The rise of Spanish Multinationals

Chile en América, y Alemania, Francia Italia y Portugal en Europa, que movieron otro 30% de la inversión, mientras que el resto, si bien son adquisiciones relevantes, puesto que en algunos casos se trata de empresas líderes en sus respectivos mercados locales, como en Perú o Colombia, en términos de inversión comparativa no resultan tan significativos como los anteriores (Figura 6). Por consiguiente se trata de una inversión focalizada en cuanto a las áreas geográficas que cubre.

Los sectores más adquisitivos, según la muestra fueron las telecomunicaciones, la banca y la energía seguida de lejos por la construcción, cuya expansión exterior no solo fue debida a adquisiciones de firmas extranjeras sino a licitación directa de obra o creación de subsidiarias en otros países. En este sentido, la distribución sectorial de adquisiciones en el exterior difiere de la del total de la IED española que se ha visto en el apartado 2, puesto que deja fuera un sector como las manufacturas, que efectivamente salió al exterior, deslocalizando una gran parte de su producción, pero no lo hizo a través de adquisiciones.

Figura 6. Distribución geográfica
(% sobre valor total de adquisiciones)

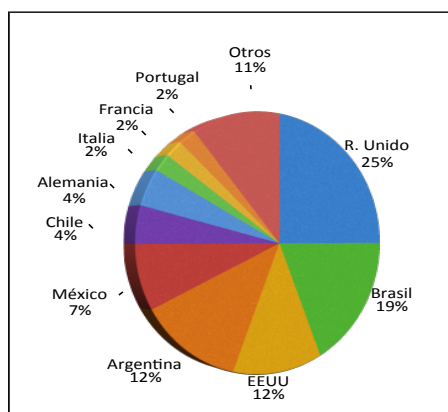
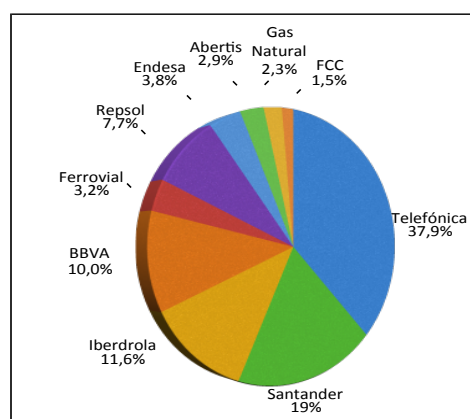


Figura 7. Mayores firmas compradoras
(% sobre valor total de adquisiciones)

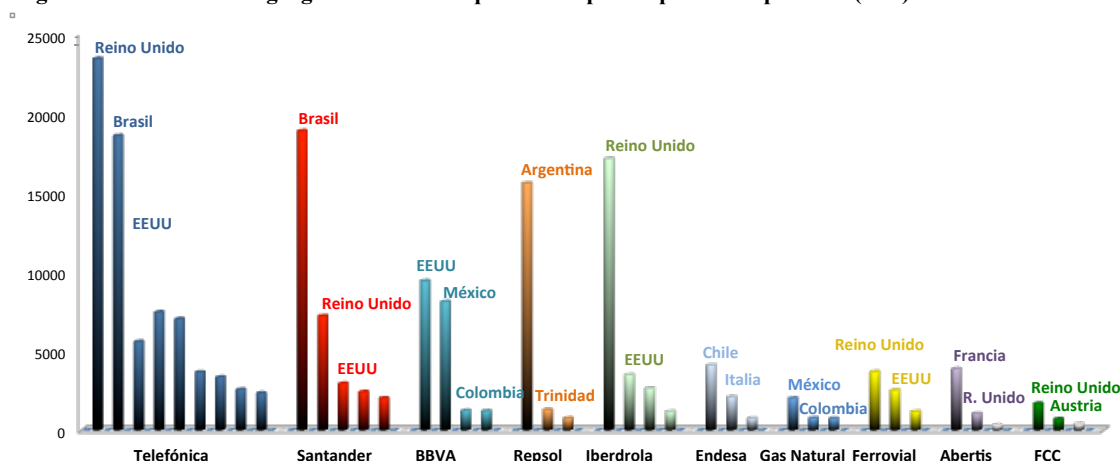


Fuente Base de Datos de Empresas. Anexo 1

5.4. Distribución por empresas adquirentes y países

Como se ha indicado, a finales de 2007 las 10 empresas analizadas (11 en ese momento, por la posterior fusión de Fenosa y Gas Natural) tenían una capitalización equivalente al 71,4% del Ibex -35. Por consiguiente, con algunas excepciones, las más notables Inditex, Popular y Caixabank, se trata del núcleo de las mayores firmas españolas cotizadas en Bolsa. De ellas, la más activa en su expansión exterior fue Telefónica con 78 transacciones por un valor neto (adquisiciones menos desinversiones) de 81.939 M €, seguida del Santander con 69 transacciones por un valor neto de 41.040 M € y de Iberdrola y BBVA con transacciones por valor de 25.134 M y 21.716 M € respectivamente (Figura 7). Las cuatro firmas anteriores cubrieron prácticamente un 70% del valor total de adquisiciones analizadas del período, dando de nuevo idea de su concentración.

Figura 8. Distribución geográfica de las adquisiciones por empresa compradora (M €)



Fuente Base de Datos de Empresas. Anexo 1

Cronológicamente, Telefónica fue la única empresa que realizó adquisiciones de forma prácticamente continuada durante todo el período, mientras que el resto de compradores lo hicieron de forma más esporádica, con un primer pico a finales de la década de los 90 (Santander, Repsol o Endesa) y principios de los 2000 (BBVA en México), y un segundo incremento en 2004-2007 (Iberdrola y Santander de nuevo). En cuanto a los países destinatarios de la inversión, mientras algunas firmas concentraron fuertemente la inversión, como Ferrovial e Iberdrola en Reino Unido o Repsol en Argentina, el resto la distribuyó de forma más uniforme, aunque si bien concentrando el grueso de la misma en dos o tres países de referencia, como el caso de Santander (Brasil, Reino Unido y México) BBVA (México y Estados Unidos) o Endesa (Chile y Brasil). Ello no obsta para que a su vez obtuvieran el liderazgo en otros mercados a través de adquisiciones de menor envergadura, pero que para la dimensión del país eran realmente significativas, como pueden ser los casos de Perú, Colombia y Venezuela (Figura 8).

Un fenómeno singular que puede observarse en la secuencia de adquisiciones es el hecho de que muchas de las transacciones iniciales no se correspondieron con las firmas finalmente compradas. Ello refleja cómo, dentro de la prudencia inversora en el exterior, alguna de las entidades se utilizó como estrategia lo que en opciones reales se conoce como opción de aprendizaje⁴², y que consiste en tomar una participación minoritaria en una gran entidad o mayoritaria en una de tamaño menor con objeto de adquirir experiencia en los mercados locales. Así, en Brasil BBVA se hizo inicialmente con el 3% de Bradesco, vendiéndolo más tarde para concentrarse en México, donde había entrado a través de Probursa recalando finalmente en Bancomer. Por su parte, Santander mantuvo durante largo tiempo una alianza con Royal Bank of Scotland, que incluía participaciones cruzadas; sin embargo finalmente adquirió Abbey National Bank. Algo similar aconteció en Brasil, donde comenzó comprando banco Noroeste y Banco Geral para terminar en Banespa y Banco Real.

⁴² Arnold T. y Shockley R.(2001). Value Creation at Anheuser-Busch: A real options example.

5.5. Conclusiones generales acerca del proceso

Del análisis de los datos referentes a la rápida expansión internacional a través de adquisiciones de las empresas españolas en el período 1996-2007 pueden extraerse las siguientes conclusiones:

1. El movimiento de internacionalización se limitó a un número reducido de firmas. Las adquisiciones exteriores realizadas por las diez mayores, que son las analizadas en este estudio, supusieron aproximadamente un 62,4% del total de adquisiciones españolas en el exterior y 40,4% de la IED directa. Dichas compañías se concentraban fundamentalmente en cuatro sectores: banca, telecomunicaciones, energía y construcción; los tres primeros sometidos anteriormente a regulación e integrados por firmas que en mayor o menor medida habían sido participadas por el Estado.
2. En cuanto a las compañías objetivo, igualmente fueron muy concentradas, representando las 15 mayores adquisiciones más del 70% del total de compras estudiado. Éstas fueron complementadas por otras de menor tamaño y algunas más en otros países, configurando las multinacionales españolas que hoy conocemos. .
3. Si bien en ocasiones los paquetes accionariales adquiridos fueron minoritarios (inferiores al 50%), sin embargo en la mayoría de las ocasiones contenían opciones de compra posteriores para la toma del control por parte de la firma española. Este criterio denota por una parte la prudencia al entrar en un mercado desconocido y por otra la vocación de gestión activa de la firma adquirida mediante el control de su accionariado.
4. Geográficamente, la inversión se dirigió a Latinoamérica y Europa, muy especialmente el Reino Unido, con algunas incursiones en Estados Unidos y Canadá. Fue por tanto muy focalizada, dejando al margen África y Asia, a pesar de ser dos regiones, sobre todo la segunda, con un gran número de economías emergentes. En este sentido, la inversión dio prioridad a aquellas áreas con lazos culturales e idiomáticos, dejando al margen países ajenos tanto geográfica como culturalmente.
5. En varias ocasiones las firmas sobre las que se basó la expansión en el país de destino fueron diferentes de las inicialmente adquiridas, al aparecer oportunidades de comprar entidades de mayor tamaño, o más adecuadas a la estrategia del inversor. Igualmente se desinvirtió de aquellos mercados en los que se juzgó que la masa crítica no era suficiente para operar con rentabilidad en el país. Por tanto la inversión no solo obedeció a un criterio de focalización geográfica sino de negocio.
6. Temporalmente, existió un primer período en Latinoamérica provocado por la oportunidad que representaba el proceso de privatizaciones en la Región, así como de la afinidad cultural para posteriormente a la crisis de 2001-2003 enfocarse hacia Europa, especialmente al Reino Unido, la economía más abierta de la UE; para tratar de equilibrar el riesgo que suponía su excesiva presencia en mercados emergentes, que si bien presentaban buenas perspectivas de crecimiento; sin embargo estaban sometidos a una mayor inestabilidad.

Bibliografía

Becker F. 2002. Latinoamérica: Una oportunidad para la economía española. Revista ICE. Número 799 (91-99)

Becker, F.; Mahia, R. y Vicens, J. (2001): «El papel de España como nexo de Unión entre Europea y Latinoamérica». Documento de Trabajo, Centro de Estudios Latinoamericanos. www.cesla.com.

Durán J.J. 1999 Multinacionales Españolas en Iberoamérica. Ediciones Pirámide

Dehesa de la, G. (2000): «La inversión directa española en Latinoamérica». Círculo de Empresarios, número 65, junio, páginas 201-242. Madrid.

Gutiérrez Lousa M. and Rodríguez Ondarza J.A. 2005. Los incentivos fiscales a la internacionalización de la empresa española. Revista ICE . Núm 825

Hennart, J.-F. and Park, Y. R.,(1994) "Location, Governance and Strategic Determinants of Japanese Manufacturing Investment in the United States," Strategic Management Journal, vol. 15, no. 6, July 1994, 419-436.

Lopez-Duarte, C. y Garcia-Canal, E. (2002): “Adverse selection and the choice between joint-ventures and acquisitions: Evidence from Spanish firms”, Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE), vol. 158, (2), pp. 304-324.

Requeijo, J. (2000): «El sector exterior español: de los cambios múltiples a la moneda única» en 1900-2000. Historia de un esfuerzo colectivo. Cómo España superó el pesimismo y la pobreza . Obra coordinada por Velarde Fuertes, J. Volumen I. Madrid. Fundación BCSH.

Ramón, A. e Hidalgo, M. (2001): «La internacionalización de la industria hotelera española», Economistas, nº 90, pp. 121-130.

II. PROCESO DE CONFIGURACIÓN DE LAS MULTINACIONALES ESPAÑOLAS

4 – El Sector Financiero

1. Antecedentes. El proceso de desregulación y concentración bancaria

De cara a comprender mejor el proceso de internacionalización de la gran banca española, resulta interesante estudiar dos fenómenos que aceleraron su salida al exterior: de una parte, la entrada de la banca extranjera en España, con el consiguiente incremento de competencia, y de otra, los movimientos de concentración del sector que le dotaron de masa crítica suficiente para competir internacionalmente.

1.1. Penetración de la banca extranjera en España

A pesar del notable peso específico que la banca extranjera había adquirido en el sistema bancario español de finales del XIX y principios del XX, ésta inicia un proceso de retirada generalizada de España a raíz de las restricciones impuestas a su operativa por la Ley de Ordenación Bancaria de 1921, de tal forma que a comienzos de los años cuarenta, sólo quedaban cuatro entidades en el país: Credit Lyonnais, London and South America Ltd, Société Générale y Banca Nazionale del Lavoro, todas ellas operando bajo el régimen de sucursal (Argüelles, 1998). No es hasta 1978 cuando se establece una nueva normativa sobre la presencia de bancos extranjeros, si bien sometiéndola a restricciones muy considerables que en la práctica limitaban su actuación a los mercados mayoristas. Sin embargo, la extensa crisis bancaria iniciada ese mismo año propicia una segunda vía de entrada a la banca extranjera, de forma que en 1981 se le autoriza a adquirir entidades en crisis, permitiéndole operar en las mismas condiciones que el resto de bancos nacionales. La desregularización se amplía notablemente a partir de 1987 con la liberalización de los tipos de interés y la disminución de las comisiones, medidas a las que siguen la eliminación del coeficiente de inversión en 1989 y las sucesivas reducciones del coeficiente de caja en los años siguientes. El proceso culmina con la liberalización del movimiento de capitales internacionales, lo que generaliza la

Tabla 1. Evolución de la banca extranjera en España

	1977	1987	1996
Num. bancos extranjeros	5	49	81
% sobre total recursos ajenos	1,13	5,90	9,08
% inversiones crediticias	1,68	12,68	16,97

Fuente: Argüelles y elaboración propia

presencia de bancos extranjeros en el segmento minorista. Como consecuencia, el número total de bancos extranjeros se multiplicó, pasando de 5 en 1977 a 81 en 1996, prácticamente la mitad del total de los que operaban en España, alcanzando cuotas de mercado próximas al 17% en inversión crediticia, cifra que da una idea de su rápida expansión y de la consiguiente presión competitiva para la banca doméstica (Tabla 1).

Como consecuencia de lo anterior, los bancos españoles, que habían operado durante décadas en un ambiente protegido y fuertemente regulado que les había permitido disfrutar de márgenes de beneficio muy holgados, pero que a la vez escondían ineficiencias muy notables (Guillén, 2006), vieron cambiar radicalmente el panorama competitivo. Y así, de ser un sector monopolístico y excesivamente intervenido, pasó a disponer de un marco muy abierto a la competencia interna e internacional en el que las entidades gozaban de amplia libertad de actuación en materia de productos, precios y servicios (Argüelles 1998).

1.2. El proceso de concentración bancaria en España anterior a 1996

Fue en 1988 cuando se inició un proceso de concentración entre las grandes entidades bancarias que contribuyó a modificar significativamente el mapa financiero español. Según Argüelles (1998), varias razones contribuyeron a la cristalización de este proceso:

- (1) **La liberalización del mercado financiero** que fue cambiando la forma de hacer banca. Mientras que anteriormente, la captación de pasivo se hacía mediante un acercamiento al cliente abriendo nuevas sucursales, *la eliminación de la intervención existente sobre los tipos de interés* abrió la guerra del pasivo a través de remuneraciones más altas, de tal forma que los bancos más agresivos en este sentido vieron incrementar significativamente su cuota de mercado. Por ejemplo, el Banco Santander (cuarto en el ranking en 1988), logró en ese año aumentar sus recursos ajenos en un 40%, frente a un 15% del resto de los grandes, con excepción de Banesto que los redujo. La guerra de las supercuentas (1988-1991) fue ganada por los bancos pequeños que incrementaron sus recursos ajenos un 52% mientras que los grandes sólo lo hicieron en un 21%, reduciéndose como consecuencia el grado de concentración de la banca.
- (2) **El lanzamiento de nuevos productos:** fondos de inversión, seguros, fondos de pensiones, etc., de tal forma que el banco pasó de ser un mero captador de pasivo y colocador de inversión crediticia a disponer de una variedad de productos y servicios al cliente mucho más amplios. Se produjo un retroceso en el negocio tradicional de banca de tal forma que, mientras en 1977 los recursos de clientes representaban el 65% del pasivo de los bancos españoles, en 1996 esa cifra era tan sólo del 53%. Igualmente, la inversión crediticia, que en 1977 representaba el 65% del activo, veinte años más tarde se había reducido al 44%.
- (3) **Tamaño.** La banca española estaba fragmentada, siendo los grandes bancos españoles significativamente inferiores a sus homólogos europeos. De hecho, en 1987, el BBV, primer banco español en aquel momento, ocupaba el puesto 71 en el ranking mundial y el número 33 en el europeo. Y si bien había siete entidades financieras españolas entre las cien primeras de Europa; tan sólo dos figuraban entre las cien primeras del mundo.
- (4) **Sobredimensionamiento.** Tanto en número de oficinas como en número de empleados, la banca en España sufría un notable sobredimensionamiento, consecuencia de la política de proximidad al usuario ya citada y del relativo bajo nivel de automatización existente. En 1987 existía una oficina bancaria por cada 2.300 habitantes, mientras que en el resto de la Europa comunitaria, la media era de una oficina por cada 5.000 habitantes.
- (5) **Crisis industrial.** Una de las características de las instituciones financieras españolas de la época era su participación en grandes grupos industriales, que se vieron afectados por la crisis del sector de los años ochenta y cuya restructuración impactó en diversa medida en las cuentas de resultados de las diversas entidades financieras.

Todos estos factores contribuyeron a que la banca se planteara las fusiones como una forma de reducir costes, mejorar competitividad y abordar el desarrollo tecnológico que se requería para dar respuesta a las nuevas condiciones de fuerte competencia impuestas en los mercados por los procesos de desregulación y liberalización. Y si bien desde el punto de vista teórico las fusiones se plantearon como un matrimonio entre los bancos más eficientes (en España los más pequeños) y los bancos más ineficientes (en España los grandes) (Revell, 1988), la realidad fue muy distinta y obedeció más al objetivo último de alcanzar dimensión que a meros criterios de eficiencia o complementariedad (Argüelles, 1996). De esta manera, en 1988 se produjo la fusión del Banco Bilbao con el Vizcaya, dos bancos de similares dimensiones, seguida inmediatamente por la de Banesto con el Central, compleja alianza ésta que se deshizo en 1989. Tres años más tarde, en 1991 nace Argentaria como holding público resultado de la fusión del Banco Exterior, los bancos de crédito oficial y Caja Postal, y en ese mismo año el Banco Central se fusionaba con el Hispano Americano, que arrastraba dificultades financieras desde principios de los ochenta, dando origen al BCH. El proceso continuó en abril de 1994 con la operación de compra de Banesto, intervenido por el Banco de España en diciembre de 1993, por parte del Santander.

Como resultado de todas estas operaciones, los ocho grandes bancos (siete privados y uno público) existentes en 1987 quedaron reducidos a cinco en 1996: BBV, BCH, Santander-Banesto, Argentaria y Popular, este último de menor dimensión por no haber participado en ningún proceso de concentración. Finalmente, la decisión del gobierno del Partido Popular de realizar las reformas necesarias para que España ingresara en la Unión Monetaria Europea como miembro fundador, contribuyó a que se produjeran las últimas fusiones: en 1999 Santander y BCH crearon el BSCH (rebautizado Santander), y en 2001 BBV y Argentaria formaron BBVA, marcas que perduran en la actualidad.

1.3. Resultados del proceso de desregulación y concentración

Como conclusión de lo anterior, puede afirmarse que los intensos cambios en la regulación de la banca provocaron un incremento en el número de competidores, sobre todo con el despliegue de la banca extranjera en España, lo que ejerció una presión competitiva sin precedentes sobre las entidades españolas, acostumbradas a una situación cuasi monopolística hasta los años 80.

Por otra parte, en un afán por redimensionar el sector para competir en Europa, entre 1977 y 1995, se culminó un proceso de concentración bancaria en el que participaron todos los grandes bancos a excepción del Popular. Y si bien las conclusiones de distintos trabajos acerca de la mejora de competitividad debido a los procesos de concentración bancaria en España no son claros; sin embargo sí puede concluirse (Tabla 2) que la concentración de los grandes bancos españoles en cinco grupos les ocasionó una pérdida de cuota de mercado de entre 3 y 5 puntos (tanto en términos de recursos ajenos como de inversión crediticia) en el período 1987-1996, respecto a los ocho bancos previos al proceso de fusiones. Además, el hecho de que las fusiones no se hicieran con criterios de complementariedad sino de tamaño, provocó ajustes de plantilla significativos que aún hoy perduran. Las redundancias en cuanto oficinas y empleados, hicieron mejorar su eficiencia, de forma que en 1996 el 71% de los empleados de banca pertenecía a estos grupos, un porcentaje que era del 82% tan sólo 10 años antes.

Tabla 2. Cuota de Mercado de los Grandes Bancos Españoles (% sobre el Total de Banca)

Bancos	Recursos ajenos*			Inversiones crediticias**			Oficinas			Empleados		
	1977	1987	1996	1977	1987	1996	1977	1987	1996	1977	1987	1996
Santander	5,93	7,38	13,05	6,19	7,54	9,71	5,59	7,20	8,00	5,67	6,21	8,32
Banesto	11,17	10,58	7,54	10,77	7,81	6,03	14,12	13,51	12,82	10,57	10,46	9,88
Bilbao	8,94	8,78	16,38	8,51	8,84	15,00	8,63	8,37	12,28	9,65	10,21	14,58
Viscaya	6,54	5,88		6,26	5,42		6,46	6,05		6,16	5,86	
Central	10,46	10,80	14,26	9,76	9,40		13,14	12,41	14,58	9,54	11,50	15,31
Hispano	10,61	8,18		10,62	7,79	12,72	10,64	8,54		11,29	9,51	
Exterior	3,21	4,15	4,03	3,11	8,13	5,90	1,78	2,90	3,26	3,86	5,55	5,03
Popular	4,15	4,56	3,72	4,16	3,67	3,65	3,90	5,50	5,90	5,03	4,84	5,41
TOTAL	61,01	60,31	58,98	59,37	58,60	53,01	64,27	64,47	56,84	61,77	64,13	58,51

Fuente: Argüelles. El proceso de concentración de la banca española entre 1977 y 1996

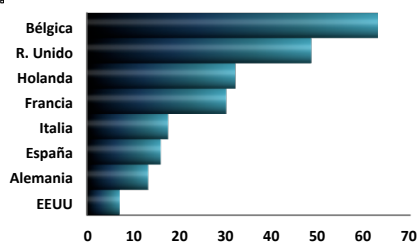
El proceso de concentración descrito hizo que los grandes bancos, BBV, Santander y BCH avanzaran puestos en el ranking europeo en cuanto a tamaño y rentabilidad, si bien aún a cierta distancia de los gigantes europeos. En cuanto al tema regulatorio, en 1993 de conformidad con las reglas europeas sobre el mercado único se liberalizaron totalmente los mercados y transacciones de capital, y aunque España había negociado un período de transición de siete años para su sector bancario, pronto se empezó a ver que, a pesar de la primera oleada de fusiones, los bancos españoles tenían pocas oportunidades de sobrevivir en un mercado europeo unificado a menos que aprendieran a competir y aumentaran de tamaño (Pérez 1997; Guillén 2005).

2. Proceso de internacionalización de la banca española

2.1. Necesidad de la Internacionalización

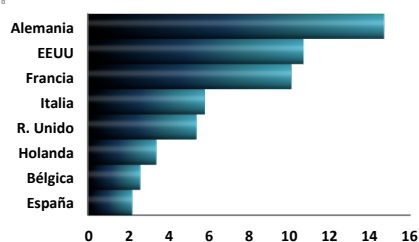
Uno de los mayores diferenciales de la banca española con la europea se encontraba en su escaso nivel de internacionalización. Únicamente a principios de los años 90 había comenzado una tímida expansión en países de América Latina pioneros en abrir su mercado como el caso de Puerto Rico, Uruguay o Chile. En dichos países, tanto BBVA (por entonces BBV) como Santander habían realizado adquisiciones de pequeñas participaciones en entidades locales, que a la postre iban a servirles de prueba para la futura expansión de finales de los años 90. En cualquier caso, se trataba de inversiones cuyo impacto en la cuenta de resultados era escaso comparado con el negocio doméstico en España⁴³. Y si bien se habían producido ciertos avances, la realidad es que en 1995 la presencia exterior de la banca española era mínima en comparación a los países del entorno (Figuras 1 y 2)

Figura 1. Porcentaje de internacionalización de la banca



Fuente: Multinacionales Españolas. Durán JJ(1996)

Figura 2. Cuota de Mercado en la actividad Internacional española (1994)



Fuente BIS y Durán JJ.

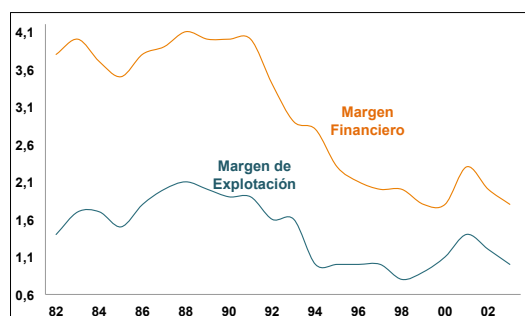
⁴³ En 1995 sólo el 6% del beneficio de operaciones del BBV o el 3% del Banco Exterior de España provenían del exterior. Informes Anuales.

Es por tanto a partir de 1996, cuando se inicia el proceso de expansión exterior; un proceso que según Rodríguez Inciarte⁴⁴ vendría explicado por la confluencia de, al menos tres factores fundamentales: (1) La integración europea y sus consecuencias de apertura del mercado interior. (2) la fuerte competencia y rápida maduración del mercado doméstico y (3) las transformaciones en el marco político y económico de los mercados emergentes, especialmente Latinoamérica.

(1) La integración europea produjo un grado creciente de convergencia de las economías que culminó con la creación del Euro y los avances hacia un mercado financiero único, que provocó un proceso de liberalización y flexibilización, con el consiguiente rigor monetario. La consecuencia macroeconómica de una moneda única fue de un lado la estabilidad presupuestaria, y de otro la concentración en una única autoridad monetaria en el BCE y la fijación de un cambio único para todas las monedas que se integraron en el Euro. Este cambio único que eliminó automáticamente el riesgo de cambio entre los países del club, suponía una mayor atracción para inversores extranjeros, a la vez que profundizaba en un mercado de capitales más líquido. Como contrapartida a dichos beneficios, los bancos españoles perdieron todo el volumen de negocio que suponía la conversión de moneda extranjera (Arteaga et al, 2005).

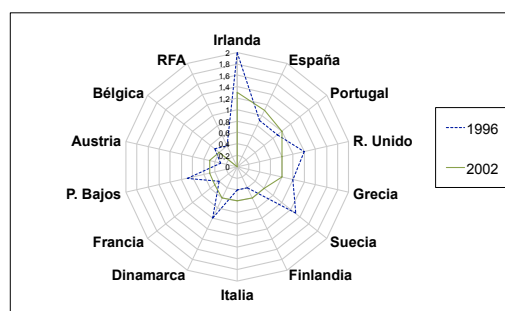
(2) La liberalización de los mercados, la caída de tipos como consecuencia de la convergencia nominal con la UE y la implantación del euro, propiciaron una reducción generalizada de los márgenes con los que operaban las entidades (Rodríguez Inciarte, 2004). El margen de intermediación de la banca se redujo fuertemente, pasando del 4% al comienzo de la década de los años 90 al 1,86% del total de Activos Totales Medios (ATMs) en 1999 y 2000. Por su parte, el margen de explotación se contrajo desde del 1,90% en 1990 y 1991 a menos del 1% (0,86%) en 1999 (Figura 3). Por tanto esta rápida maduración del negocio financiero, aparte de propiciar las medidas de gestión y tecnológicas encaminadas a una efectiva reducción de costes, impulsaron la necesidad de encontrar mercados menos maduros en los que poder replicar el modelo de negocio, diversificando los riesgos y aprovechando las oportunidades.

Figura 3. Banca en España. Evolución de márgenes



Fuente: Banco de España

Figura 4. BAI sobre activos totales medios



Fuente: AEB: Informe de Gestión y Memoria 1997 y 2003

⁴⁴ Rodríguez Inciarte, M. La expansión exterior de la Banca española. Universia Business Review. Tercer Trimestre 2004

(3) Mientras Europa se encaminaba hacia la moneda única y la banca española sufría en sus márgenes las consecuencias, en Latinoamérica la economía pintaba de forma bien distinta. En los años 90, tras los episodios de hiperinflación de países como Perú y Bolivia, llegaron las crisis de México (el tequilazo, de 1995) y Brasil (1998) como culminación de una década tormentosa, que aún tendría su continuación con la crisis argentina de 2002. Sin embargo, a pesar de las turbulencias financieras, la economía latinoamericana ofrecía grandes oportunidades a la banca en términos de tamaño de mercado, márgenes y nivel de bancarización. Mientras que la masa monetaria (M3) en la zona euro o en Estados Unidos era del 77% y 71% del PIB, en Latinoamérica no pasaba del 28% (Sebastián, Hernansanz, 2000). Los márgenes de intermediación, que para el período 1989-1995 eran del 2,80% en la OCDE, en Latinoamérica alcanzaban el 5,76% (Classens et al, 1998) y el ratio de costes operativo vs total activos, que en LA llegaba al 5,5% de media entre 1992-1997, comparaba con 1,7% de promedio entre EEUU, Alemania y Japón (Hwkins, Mihaljek, 2001). De hecho, el efecto Latinoamérica ya era visible en el caso de la banca española en 2002 (Figura 4), donde podía apreciarse que era una de las pocas europeas que mejoraba su margen entre 1996 y 2002, precisamente debido a su expansión transatlántica.

2.2. La expansión en Latinoamérica (1996-2002)

En base a lo anterior, no es difícil deducir que las oportunidades de negocio en la región no pasaron desapercibidas para los grandes bancos españoles. Por otra parte, el consenso de Washington de 1980 apelaba a la separación entre bancos comerciales y banco central, a la supresión de las restricciones a la conversión de moneda extranjera, a la liberalización de los tipos de interés y a la reestructuración y privatización de bancos estatales y la entrada de nuevos bancos privados regulados mediante unos mínimos requisitos de capital y de operaciones (Fries & Taci 2001). Y si bien, el ritmo de apertura a la inversión exterior fue distinto dependiendo de las crisis económicas que iban atravesando los países de la zona (Tabla 3), el continente en su conjunto ofrecía buenas posibilidades, únicamente ensombrecidas por el riesgo de inestabilidad política y económica; bastante diluido, una vez que las dos mayores economías de la zona, México y Brasil, pusieron en marcha con relativo éxito planes para regresar a la ortodoxia financiera tras sus respectivas crisis cambiarias de 1995 y 1998.

Tabla 3. América Latina: Reformas del sistema financiero de primera generación

País	Liberalización de las tasas de interés	Inicio de un período intensivo de privatización	Adopción de normas de suficiencia del capital	Reservas bancarias (%)		Tensiones (1) o crisis sistemáticas posteriores a las reformas (2)
				1990	2000	
Argentina	1989	1995	1991	24	4	1995 (2)
Bolivia	1985	1992	1995	25	9	1985 (1)
Brasil	1989	1997	1995	15	12	1994 (1)
Chile	1974	1974-1987	1989	6	5	1982 (2)
Colombia	1979	1993	1992	38	8	1998 (2)
Costa rica	1995	1984	1995	43	18	1994 (1)
México	1988	1992	1994	5	7	1994 (2)
Paraguay	1990	1984	1991	33	26	1995 (1)
Perú	1991	1993	1993	31	26	1995 (1)
Uruguay	1974	1974	1992	45	22	1982 (2)
Venezuela	1989	1996	1993	18	29	1994 (2)

Fuente: CEPAL 1995 y 1996

Tabla 4. Participación de los bancos extranjeros en los activos bancarios

País	Años			
	1990	1994	1999	2000
Argentina	10%	18%	49%	49%
Brasil	6%	8%	17%	23%
Chile	19%	16%	54%	54%
Colombia	8%	6%	18%	26%
México	0%	1%	19%	24%
Perú	4%	7%	33%	40%
Venezuela	1%	1%	42%	42%

Fuente: FMI (2000), BPI y Salomon Smith Barney

Otro aspecto fundamental que la banca española tuvo en cuenta a la hora de definir su preferencia por Latinoamérica fue el bajo nivel de bancarización de la zona, entendido por tal la utilización de servicios financieros por parte de la población. Tal como definió la situación un banquero: “En términos relativos, el tamaño del mercado bancario latinoamericano es pequeño: el negocio bancario de la región (crédito más depósitos bancarios y fondos de inversión) apenas es la mitad del que gestionan los bancos y cajas españoles. Teniendo en cuenta que la población española apenas supone el 10% de la que vive en Latinoamérica, aun corrigiendo por el diferencial de renta, resulta evidente que los bancos latinoamericanos para converger a la normalidad tienen que crecer muy rápidamente tanto en crédito y ahorro, como en penetración en la población” (Luzón, 2005). Como conclusión, las diferencias en las cifras de bancarización entre España y Latinoamérica son mayores que las que se justificarían si sólo tuviéramos en consideración las diferencias de renta (Ruiz, 2005). A continuación se analiza la expansión por países:

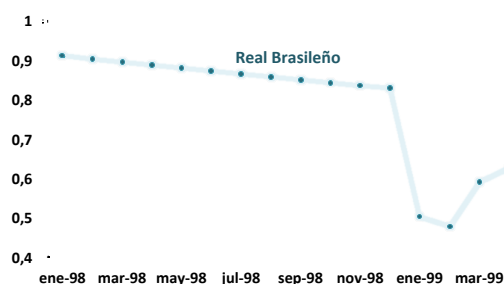
Brasil

Si algo caracterizaba a la economía brasileña hasta la década de los 90 era la inflación, que en 1990 alcanzó nada menos que el 2740%. En este contexto, la presencia de bancos extranjeros en el país estaba limitada a intereses minoritarios en bancos de inversión y empresas de leasing. Fue el establecimiento en 1993 del Plan Real, con una divisa alineada con el dólar dentro de una banda de fluctuación, el que estabilizó la economía del país, reduciendo la inflación a tasas del 20% en 1995 y a un histórico 2,6% en 1998. El éxito en la contención de la inflación, unido a la estabilidad cambiaria en el sentido de una senda de devaluación predecible, fue lo que creó las condiciones favorables para las fuertes entradas de capitales que se produjeron en el período 1995-98. A raíz de la crisis mexicana de 1995, y para fortalecer el sector bancario nacional, el gobierno de Brasil permitió el ingreso de algunos bancos extranjeros para que adquiriesen ciertas instituciones bancarias que se encontraban en dificultades. Como resultado, estos aumentaron rápidamente su participación en el total de activos de la banca, pasando del 8.4% en 1995 a 27.4% en 2000⁴⁵. En este contexto se produjo la entrada de Santander y BBVA en el país, con la adquisición de Banco Geral do Comercio y Banco Noroeste por parte del primero, y Grupo Excel económico por parte del segundo.

Sin embargo, la crisis de 1998 que se llevó por delante la alineación del real con el dólar (Figura 5), junto a la acuciante necesidad de fondos y la ineficiencia del sistema bancario hicieron que en 2000 el gobierno brasileño privatizara Banespa (Banco do Estado de São Paulo), a pesar de las reticencias expresadas por sindicatos y parte de la opinión pública en medio de una gran polémica. El banco fue adjudicado al Grupo Santander, que completó su presencia en el país con la adquisición en 2007 de Banco Real, filial de ABN Amro en Brasil, posicionándose así como la tercera entidad en el ranking de bancos brasileños. Por el contrario, BBVA, que inicialmente había entrado adquiriendo la banca Excel; en 2003 la vendió junto a su subsidiaria en el país a Bradesco, a cambio del 4,4% del capital de éste último; participación que a su vez enajenó en 2008, dando por finalizada su presencia en Brasil.

⁴⁵ Los determinantes del reciente ingreso de bancos extranjeros en Brasil. Rodrigues de Paula, Luiz Fernando. Revista CEPAL. Abril 2003.

Figura 5. Crisis del real brasileño



Fuente: Banco Central do Brasil

Figura 6. Estabilización de los tipos de interés en México



Fuente: Banco de México

México

En 1990 se aprobó la reforma constitucional que permitía reprivatizar los bancos masivamente nacionalizados por ley en 1982 (Unal, Navarro, 1999). El proceso de privatización incluía 18 bancos y fue considerada un éxito por su transparencia, procedimientos y claros objetivos (Barnes, 1992). Sin embargo, no fue hasta 1995 cuando se permitió la entrada de los bancos extranjeros con un límite de participación de hasta el 20% del capital, forzado por la crisis monetaria del país, que hizo que el peso mexicano se depreciara desde 2 Pesos por US \$ en Enero de 1994 a 7 Pesos por US\$ en Enero de 1995, lo cual se tradujo en unas altas tasas de inflación (52% en 1995) y trajo como consecuencia una contracción del PIB del 6,9%.

La exponencial subida de tipos de interés que el Banco de México realizó en 1994 para prevenir sin éxito la salida del tipo de cambio fijo con el dólar (dentro de la banda fijada), incrementó significativamente la morosidad, lo que obligó a los bancos a incrementar las provisiones, reduciendo así su base de capital (*Tier 1*) de forma alarmante. Ante la falta de perspectivas de inversores que pudieran acudir a las necesarias ampliaciones, el gobierno modificó la ley de forma que inversionistas extranjeros pudieran aumentar su participación en el capital de las instituciones bancarias nacionales, incluyendo el control de algunas de ellas, con exclusión de las tres más grandes. Ese resultó ser el caso de Banco Probusa, ahora Bilbao Vizcaya, de Inverlat, comprado por el Banco de Nueva Escocia y del Banco Mexicano adquirido por el grupo Santander⁴⁶. En 1999 finalmente se eliminaron las restricciones a la participación extranjera, lo que dio vía libre a la entrada de BBVA en Bancomer, el segundo mayor banco mexicano y al Grupo Santander en Serfin, la tercera entidad en el ranking azteca.

Chile y Argentina

Desde 1973, año en que comenzó la privatización de la banca, Chile ha mantenido un sistema financiero fuerte, que le ha permitido evitar las crisis que sucesivamente han sacudido a sus vecinos. En general su sistema económico ha sido considerado durante

⁴⁶ Solís, R. La política monetaria de 1995 y 1996. El regreso a la ortodoxia en tiempos de crisis. Economía Teoría y Práctica. Número 8. 1997. Pp. 5-26

años el más competitivo y transparente de Latinoamérica⁴⁷, resultando por tanto el menos arriesgado para la inversión extranjera. Los bancos españoles iniciaron su entrada en el país, con la apertura por parte del Santander de su filial Santander Chile y la posterior adquisición del Banco Santiago, mientras que un poco más tarde, en 1998 BBVA compró el Banco Hipotecario de Fomento, la tercera entidad del país.

Bien diferente es el caso de Argentina, con un sistema financiero mucho más inestable, seriamente afectado por la situación macroeconómica y periódicamente sacudido por episodios de hiperinflación y falta de liquidez, consecuencia de déficits presupuestarios crónicos. En 1990, el plazo de vencimiento habitual de los instrumentos financieros era inferior a una semana, el sector público absorbía gran parte del crédito debido a dichos déficits y las cuentas de los bancos de titularidad estatal y provincial se veían lastrados por un número significativo de créditos de dudoso cobro. Todo ello obligó al país a reformar su sistema financiero en 1994, removiendo las trabas a la apertura de nuevas sucursales por parte de los bancos nacionales y eliminando las restricciones a la entrada de bancos extranjeros⁴⁸. A partir de 1996, los dos grandes grupos españoles, BBVA y Santander adquieren dos de las mayores entidades argentinas, Banco Francés y Banco Río, en base a las cuales fueron edificando su presencia en el país, abruptamente frustrada por la crisis de 2001-02 que obligó a ambas sociedades a provisionar en sus libros todo el valor de su inversión en el país, lo que les supuso pérdidas por un valor aproximado de 2.300 M €.

2.3. La expansión en Europa y Estados Unidos (2002-2007)

La crisis de Brasil y sobre todo la de Argentina pusieron de manifiesto la vulnerabilidad de los bancos españoles, lo que provocó que durante la desaceleración mundial posterior a los atentados de Nueva York sus cotizaciones sufrieran mucho más que las de sus homólogos europeos. La excesiva exposición a Latinoamérica, responsable del 35% de los beneficios de Santander y el 37% de los de BBVA en 2001, pasó factura, y a pesar de la experiencia en cuanto a gestión de riesgo que supuso la crisis de Argentina, la primera que los bancos españoles internacionalizados afrontaban, desde entonces quedó clara la necesidad de amortiguar la dependencia de los mercados emergentes de América Latina, de tal forma que su peso en la cuenta de resultados no resultara tan decisivo.

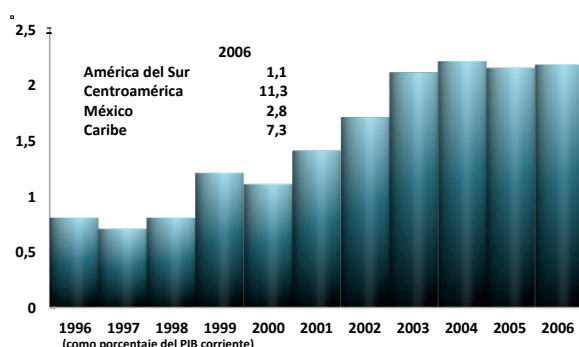
Por otra parte, a partir del anuncio de la Unión Económica y Monetaria, se había venido especulando con fusiones transfronterizas de la banca europea, encaminadas a la obtención de sinergias que permitieran reducir costes e incrementar márgenes, obteniendo ventajas competitivas derivadas de la diversificación geográfica y la mejora de la posición competitiva al comercializar una mayor diversidad de productos financieros (Campa y Hernando, 2005). Lo cierto, sin embargo, es que durante el período 1990-2001, el 78% del valor de las adquisiciones europeas en el ámbito financiero, fueron entre instituciones del mismo país, con la única excepción del período 1999-2000 donde las fusiones transfronterizas dentro de Europa alcanzan el

⁴⁷ The Global Competitiveness Index. World Economic Forum. Corruption Perception Index. Transparency International

⁴⁸ Carrizosa, Lepziger y Shah. The Tequila effect and Argentina's Banking Reform. Financial & Development. Vol.33. Núm 1. Marzo, 1996.

42% del valor (Cabral et al, 2002). Las razones por las cuales ese fenómeno no se produjo habría que atribuir las en primer lugar a los recelos de los propios países como Italia o Francia, donde el mero acercamiento a bancos nacionales por parte de entidades extranjeras aún proviniendo de países de la propia UE fue mal vista por los poderes públicos (casos Santander/Société Générale, Santander/San Paolo o BBVA/BNL), y de una forma secundaria a los supuestos mayores costes que según algunos autores (Berger et al, 2000) se producen cuando un banco extranjero adquiere uno local, atribuibles a las diferencias de información frente a los locales, que tienen los bancos que adquieren otros extranjeros o abren directamente oficinas en el exterior (Buch, 2002). La cuestión es que si bien, a finales de los años 90, los bancos españoles mantenían acuerdos o participaciones cruzadas con otros europeos a la espera de la maduración del mercado único (Santander con RBS, San Paolo y Société Générale; BBVA con BNL o Crédit Lyonnais); esta posiciones fueron deshaciéndose a medida que los gobiernos nacionales adoptaron posturas hostiles hacia la adquisición, o bien cuando cuajaron otras operaciones corporativas que por sí mismas anularon expectativas anteriores, como fue el caso de Santander en Abbey, que le obligó a deshacer su posición en RBS. Al final del período, en 2007, sólo este banco tenía una presencia significativa en Europa, fundamentalmente en Reino Unido y Alemania, mientras que en el caso de BBVA apenas un porcentaje mínimo de sus resultados internacionales provenía del Viejo Continente, lógicamente excluyendo España y Portugal.

Fig. 7. América Latina y Caribe: Transferencias de trabajadores emigrados % PIB



En cuanto a Estados Unidos, aparte del atractivo que representaba el mercado en su conjunto, el objetivo de los bancos españoles se centró fundamentalmente en la abundante población latina inmigrante que enviaba a sus países de origen, complementando de esta forma su negocio del otro lado de la frontera. Accedían así al lucrativo negocio de las remesas, que en algunos países de Centroamérica ya representaba más del 10% del PIB (Figura 7). Por

consiguiente las entidades objetivo de compras fueron sobre todo bancos del sur, situados en los Estados del denominado *sunbelt*, casi todos ellos fronterizos con México, asumiendo además el Santander la compra del Sovereign Bancorp, en el este del país. Una vez adquiridos los distintos bancos regionales se procedió a la fusión de todos ellos en base al banco mayor, obteniendo así cada entidad una cierta cuota de mercado las áreas geográficas antes citadas. Sin embargo, la profunda crisis hipotecaria de 2008 hizo entrar en pérdidas a la mayoría de los bancos comprados, que sin embargo habían sido adquiridos a precios propios del ciclo expansivo, lo que tuvo un fuerte impacto negativo en los resultados de ambas entidades.

3. Grupo Santander

A finales de 1995, el grado de internacionalización del Banco Santander era bastante inferior al de sus homólogos europeos, y se basaba en gran medida en alianzas estratégicas como las del Royal Bank of Scotland (1988), el Istituto Bancario San Paolo de Torino o el First Union de los Estados Unidos. Su presencia en el extranjero, salvo algunas compras aisladas de entidades en Puerto Rico o en el área de Consumer Finance (CC Bank de Alemania o Banefe en Chile,) era consecuencia de la apertura directa de sucursales en el exterior, y en general no le había procurado una cuota de mercado significativa fuera de España. No es sino a partir de 1996, una vez consolidada su posición en el mercado doméstico tras la integración de Banesto, cuando el banco comienza su internacionalización a través de adquisiciones, la misma que el Central Hispano con el que se fusionaría en 1999 había iniciado pocos años antes, con el establecimiento de BCH Puerto Rico y la adquisición de Osorno y la Unión en Chile, y que le habían convertido en el segundo y primer banco respectivamente de ambos países.

3.1. Estrategia de internacionalización del grupo

Entre las características de las operaciones internacionales del Grupo Santander cabe destacar las siguientes:

- (a) **Adquisiciones de paquetes mayoritarios o de control.** En casi todos los países se buscan entidades cuya gestión quede en manos del banco, bien inmediatamente después de la adquisición, bien en un período de tiempo reducido, mediante opciones de compra, acuerdos con otros socios o a través de ofertas públicas de adquisición. Es el caso de las mayores operaciones como la de Serfin en México, a cuya privatización acude haciéndose con el 83,9% en un primer momento para después comprar en el mercado libre otro 14,7%, o el de Banespa en Brasil donde a la adquisición del 33% en la subasta pública del Gobierno, le siguió al año siguiente una OPA sobre la totalidad de las acciones.
- (b) **Inversión en entidades con masa crítica dentro del país en que operan.** El objetivo del banco es operar en mercados donde su posición sea de liderazgo, encontrándose entre los 3-4 primeros del ranking de la banca de dichos países; caso de Brasil (cuarto), de México (tercero), de Chile (primero) o de Argentina (cuarto). Igualmente relevante es la posición en Reino Unido tras la compra de Abbey National (sexto en el ranking británico tras la crisis de 2008).
- (c) **Adquisiciones que fortalecen significativamente áreas estratégicas.** Caso de *Consumer Finance*, área en la que el Santander obtiene más de un 10% del beneficio del Grupo, y cuya actividad internacional fue construyéndose a través de adquisiciones tan importantes como la de AKB Holding en Alemania (1.100 M €), Elcon Finans AS en Noruega (400 M €) o Polskie Towarzystwo en Polonia (524 M €); sin olvidar la posición de liderazgo igualmente en Portugal, a través de la adquisición de Interbanco.
- (d) **Minima dilución de los accionistas.** Si bien en muchas ocasiones, debido a la dimensión de la operación como los casos de Serfin o Abbey National, se paga una

parte significativa con acciones del propio banco, la intención es la de procurar “eliminar en los dos primeros años todo efecto dilusivo de carácter significativo que se produzca consecuencia de una adquisición”⁴⁹.

(e) **Desinversión de participaciones consideradas no estratégicas o en entidades en las que no podía llegar a ejercer el control.** Es el caso de la venta de Royal Bank of Scotland, Société Générale, Istituto San Paolo o Antoveneta. Todas estas desinversiones, realizadas en momentos de auge económico, no sólo le permitieron desenvolverse mejor en la crisis económica al salir de algunas de las más problemáticas (RBS tuvo que ser rescatado por el Banco de Inglaterra), sino que además le generaron jugosas plusvalías.

3.2. Adquisiciones más significativas del período

Existen dos etapas diferenciadas en el proceso de internacionalización del banco: la iberoamericana (1996-2001) y la de expansión por Europa y Estados Unidos (2002-2007), en el que trata de equilibrar los riesgos tomados en la primera. A continuación se describen brevemente las adquisiciones más importantes de ambos períodos ordenadas por mercados geográficos.

3.2.1. Latinoamérica

Brasil. Banespa y Banco Real

La entrada del banco en Brasil, se produjo en 1997 con la toma del 50% del Banco Geral do Comercio y una pequeña entidad de seguros (Caseg); adquisiciones que completó al año siguiente, mediante la compra del 56,6% del Banco Noroeste y el 50% restante del Geral. Ese mismo año, y debido a la débil situación económica del país Santander procedió a recapitalizar sus inversiones en Brasil, acudiendo a una ampliación de capital del recién adquirido Noroeste por 201 M \$ e inyectando en el grupo otros 307 M \$ para fortalecer su estructura de capital. Por último, en Enero de 2000, el Grupo adquiere el Banco Meridional por 800 M \$, lo que le convierte en el quinto operador del país, al que escala desde el noveno puesto que ocupaba anteriormente. Sin embargo, el gran salto en Brasil tuvo lugar en Noviembre de 2000, cuando el Grupo ganó el concurso abierto por el Banco Central para la adjudicación del 33% del capital y el 66,5% de los derechos de voto del Banco do Estado de Sao Paulo (Banespa). El interés del banco español por la adquisición fue tal, que la cantidad ofertada, 7.284 M BR R\$ (4.487 M   ) resultó muy superior a la ofrecida por el resto de bancos postores, alcanzando casi 3 veces al precio base de la subasta, lo que el mercado castigó haciendo descender las acciones del Santander un 6,86% en la sesión siguiente a la compra. Banespa, un banco cuya privatización había sido objeto de fuerte polémica, por cuanto de una parte afectaba al orgullo nacional al venderse “la mejor joya de la corona”, como lo había definido Armiño Fraga, presidente del Banco Central de Brasil, y por otra debido al temor sindical a unos fuertes reajustes de personal, como así sucedió al anunciarse un recorte del 80% de la plantilla del banco en los meses siguientes a la adquisición. Y si bien, en el momento de la compra ambos copresidentes

⁴⁹ Informe Anual 1996.

del Santander defendieron el precio pagado: “No todos los bancos pueden hacer frente a estas operaciones. Es absolutamente estratégica. Hemos pagado por Banespa el valor que tiene para nosotros”⁵⁰, declaraciones que un par de años más tarde fueron matizadas, reconociendo que “está claro que pagamos caro. Podíamos habernos ahorrado 1.000 M \$”.⁵¹ Como continuación a esta operación, el Santander optó por lanzar una OPA sobre el resto de acciones ordinarias y preferentes en poder de minoritarios (67% del capital social) por un valor de 1.322 M €, un precio significativamente inferior al pagado en la privatización. La oferta fue aceptada por el 95% de las accionistas, pasando el Grupo a controlar el 97,1% del capital y el 98,3% de los derechos de votos.

Efectivamente, Banespa tuvo dos caras. Si bien representó una adquisición estratégica que convirtió al Santander en el tercer banco de Brasil en ese momento; sin embargo, la integración de sus operaciones resultó compleja en cuanto sistemas de información, costosa en recursos humanos, con el cese de más de 20.000 empleados, y prolongada en el tiempo, al coincidir con la crisis económica argentina que afectó al resto del continente y especialmente a Brasil. A pesar de todo lo anterior, una vez el proceso de integración estuvo concluido, la ortodoxa política económica llevada a cabo por el gobierno del presidente Lula da Silva, hizo que las operaciones en Brasil, ya antes de la adquisición de Banco Real, se convirtieran en el mejor activo del Santander en la Región, aportando a finales del período un 30% del beneficio del banco en Latinoamérica y un 11% del total del Grupo.

La compra de esta última entidad fue el resultado de la OPA que Santander, junto con Fortis y Royal Bank of Scotland lanzaron sobre las acciones del holandés ABN Anro, y en la que como consecuencia del reparto de activos acordado con anterioridad, el banco español se hizo con su filial brasileña ABN Anro Real (Banco Real), que ocupaba la cuarta posición por volumen de préstamos, depósitos e ingresos, con un beneficio superior a los 1.000 M € y una extensa red de banca minorista que abarcaba 1.900 oficinas y 12 millones de clientes, operaciones complementarias a las que el Santander ya tenía en Brasil. El valor atribuible a la operación ascendió aproximadamente a 11.615 M €, una vez descontados de los 20.615 M € que supuso la OPA, el valor de venta de la Banca Antoveneta al Monte di Paschi de Siena y la unidad de *consumer finance* de ABN en Holanda, que también correspondían al Santander como parte del citado reparto previo de operaciones.

La suma de Santander Banespa y Banco Real hicieron del Grupo el tercer banco privado del país, convirtiéndose Santander en el único de los grandes bancos del mundo en lograr una posición relevante en un país BRIC, algo que sus rivales más directos en el ranking mundial, como Citigroup o HSBC no habían conseguido hasta el momento. Considerando la hipotética consolidación de Banco Real por integración global en el Grupo (algo que no se produjo hasta el cuarto trimestre de 2008), las operaciones en el país carioca hubieran alcanzado en 2008 un beneficio de 1.769 M €⁵², lo que vendría a representar aproximadamente 2/3 del beneficio en la Región y un 25% del beneficio neto atribuible al Grupo, con una base de clientes de 21,9 millones y una cuota de mercado del 11,2% en depósitos y del 12,8% en créditos. Esta fuerte apuesta por Brasil,

⁵⁰ Emilio Botín, El Mundo 21-11-2000

⁵¹ Emilio Botín, ABC 8-02-2002

⁵² Memoria 2008 p. 35

no exenta de controversia por cuanto la rentabilidad de sus operaciones, sobre todo en determinados años como 2003 o 2004, no se correspondió con la magnitud de la inversión; sin embargo siempre ha sido considerada estratégica por el banco desde todos los puntos de vista y por tanto estable y a largo plazo.

México. Serfin

La primera incursión en México se produjo en 1997 con la compra del 51% de InverMéxico, dentro del programa de privatización parcial que siguió a la crisis de 1995, conocida como “tequilazo” y que convulsionó la economía azteca. En virtud de incrementos de capital posteriores y de la fusión con las operaciones existentes del Santander en México, el Grupo alcanzó el 98,6% del capital a finales de 2000, ocupando el séptimo lugar en el ranking de la banca mexicana. Pero la verdadera toma de posición en el país se produjo en mayo de 2000, cuando el banco ganó la licitación convocada por el Instituto de Protección al Ahorro Bancario de México sobre el Grupo Financiero Serfin (cuarta institución financiera mexicana por tamaño), con una inversión de 1.535 M \$, convirtiéndose así en el tercer grupo financiero del país, tras Banamex y Bancomer. Serfin había sido nacionalizado por el gobierno mexicano el año anterior con objeto de sanearlo, una vez que su ratio de capitalización había caído por debajo del mínimo exigido, habiéndose negado sus anteriores accionistas a inyectar el capital necesario para restablecerlo.

Posteriormente a la adquisición, en diciembre de 2002, ante la necesidad de fortalecer el balance del banco, afectado por las pérdidas ocasionadas por la crisis argentina, y que indirectamente afectaron a Brasil, el Grupo llegó a un acuerdo con Bank of America, por el que este último adquirió el 24,9% de todas las operaciones de Santander Serfin en México por 1.600 M \$, lo que valoraba el total del banco en 6.400 M \$, generándole al Santander unas plusvalías de 700 M \$ en poco más de dos años. El acuerdo implicaba que Bank of America mantendría su participación, al menos durante un período de tres años, al término del cual podría utilizar, a su elección, varios mecanismos de liquidez, incluyendo la admisión de ésta a cotización en el mercado de valores así como la opción de venta por una sola vez de dicha participación al propio Santander a valor contable. A finales de 2003, el banco integró sus operaciones en el país bajo la denominación de Santander Serfin, que posteriormente cambió al de Santander México. A finales de 2007, el banco era el tercero del país por volumen de negocio, con 8,5 millones de clientes y cuotas de mercado del 15% en créditos y del 16% en ahorro bancario. Sus operaciones representaban el 25% del beneficio neto obtenido en Latinoamérica y el 8% del total atribuido al Grupo. Con posterioridad al período, en 2010 Santander recompró a Bank of America su 24,9 % pagando por él un total de 2.500 M \$, lo que suponía valorar su filial mexicana en aproximadamente 10.000 M \$, un 56% más que siete años antes.

Chile

En el ejercicio 1995, dentro de los ambiciosos planes del BCH en la Región, éste firmó un acuerdo con el grupo chileno Luksic para concentrar las participaciones de ambos en distintos bancos latinoamericanos bajo una corporación financiera denominada O'Higgins Central Hispanoamericano, S.A. participada al 50% por cada uno de ellos. Tras las diferencias entre ambos socios, en parte motivadas por el acercamiento del

BCH al Santander, en 1999 el banco español resolvió adquirir el 50% restante a Luksic por 600 M \$, pasando a controlar un 43,4% del Banco Santiago y participaciones mayoritarias en Banco del Sur de Perú, Banco Tonquist de Argentina y Banco de Asunción en Paraguay. Por su parte, Banco Santander había fusionado en 1996 sus operaciones con las del banco Osorno y la Unión, pasando el español a controlar el 49,1% de la nueva entidad, que complementó posteriormente un 25,5% adicional hasta hacerse con la mayoría. La fusión de ambos, Santander y Central Hispano en 1999, provocó que el grupo resultante pasase a controlar los dos mayores bancos del país andino, lo que creó un conflicto acerca de la posición dominante del grupo en el mercado, que momentáneamente se resolvió con el compromiso de gestionar ambos bancos separadamente, lo cual ratificó la Comisión Resolutiva (Tribunal de Defensa de la Competencia Chileno), quien en enero de 2002 emitió un fallo favorable a dicho control sobre Santiago y Santander-Chile, sosteniendo que no constituía una situación de riesgo para las condiciones de competencia. Ese mismo año, en virtud de los acuerdos que el Grupo mantenía con el Banco Central de Chile, adquirió a este último el 35,5% del Banco Santiago por 685 M \$, para posteriormente fusionarlo con el Santander Chile, constituyendo así el primer banco del país con una cuota de mercado del 23% en créditos, del 21% en depósitos y un 11,5% en pensiones. Por último, en 2005, el Grupo sacó a Bolsa mediante una OPV el 7,23% de Santander Chile, obteniendo unas plusvalías de 270 M \$. A finales de 2007, Chile era el tercer país por dimensión de operaciones en Latinoamérica, representando el 20% del beneficio neto del banco en la región y un 7% del total.

Argentina. Banco Río.

A través de diversas compras parciales iniciadas en 1997 y de una OPA lanzada en 2000 sobre el capital social propiedad de minoritarios, el Grupo controlaba a finales de 2002 el 98,85% del Banco Río, el tercero de Argentina por créditos y el segundo por depósitos (1999), con un desembolso total de más de 1.700 M €. Sin embargo, la crisis económica del país, con la consiguiente devaluación del peso argentino, hizo que a finales de 2002 el Banco Santander dotara la práctica totalidad de la inversión, para cubrir todo el valor neto contable y el fondo de comercio de dichas adquisiciones por un total de 1.623 M €; de los cuales 1.244 M fueron llevados a pérdidas dentro capítulo de “Quebrantos extraordinarios” de la Cuenta de Resultados del Banco (2001). A pesar de la paulatina recuperación de la economía argentina en los años posteriores, Banco Río disminuyó su peso en los estados financieros del Grupo, pasando de representar un 9% en 2000 a poco más del 2% en 2007, reflejo del deterioro comparativo de la economía de Argentina y del enfoque del Santander en otras áreas geográficas.

Resto de Latinoamérica

A lo largo del período el banco realizó diversas adquisiciones en otras áreas geográficas, estando presente en Puerto Rico, Colombia y Uruguay, todas ellas con un beneficio neto poco representativo para la dimensión del Grupo. Mención especial merece el caso de Venezuela, donde el banco había adquirido los bancos de Venezuela (1997), de Caracas (2000), ambos fusionados en 2002, con una inversión aproximada de 700 M \$. A finales de 2007 era una de las principales entidades financieras del país, con 3 millones de clientes y cuotas de mercado del 12,2% en créditos y 11,3% en depósitos. Sin embargo, la presión de las autoridades de la República Bolivariana sobre el sector privado y en

especial sobre la banca, llevaron a la entidad española a mostrar su intención de venta siempre que se alcanzara un acuerdo en precio. Éste se consiguió en mayo de 2009, pagando el gobierno venezolano un precio de 755 M € por la filial del Santander en el país. Por último, en 2007, el Grupo desinvertió en su negocio de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs) obligatorias en Latinoamérica a ING Groep por un importe de 1.314 M \$ (906 M €), con una plusvalía bruta de 747 M €. La operación afectó a las AFPs de México, Chile, Colombia y Uruguay. En una transacción aparte, el Grupo vendió también a ING la AFP Orígenes de Argentina por 166 M US\$.

3.2.2. Europa

Reino Unido. Abbey National Bank

En julio de 2004 se produjo la mayor operación transnacional en Europa hasta ese momento, cuando Santander adquirió Abbey National, el cuarto banco británico, por aproximadamente 13.000 M €, que fueron pagados con acciones propias más un dividendo en metálico. Entre las razones aducidas por la entidad española⁵³ para la compra se encontraban las siguientes:

- Tamaño y expansión de la economía del Reino Unido, segunda de Europa. Una economía flexible y estable, con baja volatilidad en sus ciclos económicos y un cuadro macroeconómico favorable (2004).
- Instituciones económicas reconocidas (Banco de Inglaterra y Financial Services Authority) y divisa sólida en aquel momento.
- Diversificación de los ingresos y riesgos, así como mejor posición estratégica para el Grupo en el tercer mercado bancario del mundo.

Abbey contaba con 18 millones de clientes, siendo el centro de su negocio (*core business*) el mercado hipotecario, en el que era el segundo banco de las Islas con una cuota del 10,5%, mientras que en depósitos de ahorro, otro de sus puntos fuertes, contaba con un 7% del mercado. A pesar de que a finales de los años 90 había pasado por dificultades como consecuencia de una errónea política de diversificación, que le llevó a desinvertir del área de banca mayorista y a reestructurar el negocio de seguros con la necesidad de grandes saneamientos; sin embargo su focalización de los últimos años le había permitido volver a los beneficios y consolidar su posición de banco mediano en el Reino Unido. La operación se realizó a través de una OPA amistosa con el apoyo del Consejo de Abbey, por la que el banco cántabro se comprometió a pagar 6,6 £ por acción, lo que representaba una prima del 38% sobre la cotización previa a la oferta. El pago se realizó mediante canje de una acción antigua de Abbey por una nueva del Santander, lo que obligó a una ampliación del 24% del capital del Grupo por valor de 12.541 M €. Y si bien, existían dudas fundadas de que el accionariado de Abbey, británico en su mayoría, fuera proclive a aceptar títulos de un banco español y en moneda diferente a la propia; sin embargo, no se registraron mayores problemas y la oferta fue aceptada finalmente por un 64,8% de los accionistas. Por último, dos años más tarde, en Junio de 2006, Abbey alcanzó un acuerdo con el grupo británico Resolution Plc para venderle su negocio de seguros de vida, área que no era parte del núcleo de negocio del Santander, por un importe de 5.340 M €, sin que la transacción

⁵³ Juan Rodríguez Inciarte, *Universia Business Review* 3T 2005.

generara plusvalías al Grupo, dejando así el neto invertido en Abbey en cerca de 8.000 M €. Si bien la integración fue más difícil de lo inicialmente previsto, tanto por la necesidad de mejorar el ratio de eficiencia del banco inglés, con la consiguiente reducción de costes, como por la dilación en implantar el sistema informático del banco español; sin embargo, a finales de 2007, prácticamente 1 Euro de cada 3 (32%) de los recursos de clientes gestionados por el Grupo provenía de Abbey, que como entidad contribuía al 15% del beneficio total del Santander. No obstante, la crisis 2008-2009, impactó en las cuentas del banco inglés, no sólo por la severidad de la misma en las Islas, sino por la depreciación de la libra esterlina en más de un 30%, lo que hizo que a finales de 2009, la contribución al resultado del Santander disminuyera notablemente sobre los niveles anteriores.

Portugal

En 1999 el Grupo vendió la participación del 13,78% que tenía en el Banco Comercial Portugués, entidad que había utilizado como plataforma para su entrada en Portugal, iniciando una nueva estrategia de la mano del grupo Champalimaud y la Caixa Geral de Depósitos, con quienes alcanzó un acuerdo para la adquisición del 94,38% del banco Totta e Açores y del 70,6% del Crédito Predial Portugués, mediante pago en efectivo y en acciones. En abril de 2000, el Grupo lanzó una OPA sobre el resto, alcanzando a finales de 2001 la práctica totalidad (99,35%) del capital de ambas entidades, con un desembolso total de 2.140 M €. A finales de 2007, Santander Totta era la segunda institución por beneficio en Portugal tras la Caixa Geral, propiedad del Estado, representando sus resultados el 6,2% del beneficio total del Grupo.

3.2.3. Estados Unidos. Sovereign Bancorp

En 2005, Santander llegó a un acuerdo con el banco Sovereign de Filadelfia, para la adquisición de un 19,8% de la entidad. Según dicho acuerdo, al año siguiente se suscribió una ampliación de capital y se compró autocartera del banco americano por un importe total de 2.395 M \$ (1.883 M €), generando un fondo de comercio de 760 M \$ en la entidad cántabra. Bajo este acuerdo, el Santander tenía derecho a incrementar su participación hasta un 24,99% mediante la compra de acciones en el mercado pero con determinadas limitaciones en cuanto a derechos de voto. Dichas restricciones fueron suprimidas al año siguiente, de forma que a finales de 2007, el banco se había hecho con el 24,43% de las acciones de Sovereign con un coste total de 2.300 M €. La crisis financiera de 2008-2009 puso a la entidad, como a otros muchos bancos americanos, al borde del colapso, dañando significativamente la inversión realizada por la entidad española, quien en mayo de 2008 acudió a la ampliación de capital del banco invirtiendo 355 M \$, para finalmente en octubre de ese mismo año adquirir el resto del banco (75%) por una cifra aproximada de 1.900 M \$ (1.400 M €), que suponía valorar la compañía en tan sólo 2.530 M \$, lo que da una idea del deterioro de la inversión inicial. Dicha transacción se cerró en enero de 2009 mediante canje de acciones. No obstante lo anterior, esta compra le permitió al banco español acceder a las facilidades crediticias del Tesoro americano, lo que le proporcionó una liquidez en momentos muy difíciles, justo tras la caída de Lehman Brothers, cuando el mercado interbancario se secó completamente. Dicha liquidez fue utilizada en Europa para seguir operando, y si bien, Sovereign fue deficitario en 2008 y 2009; sin embargo en 2010 ya contribuyó con más de 400 M € al beneficio del grupo.

3.2.4. Consumer Finance

Una significativa porción de adquisiciones del Grupo durante este período se orientó a construir una sólida división de Financiación al Consumo (*Consumer Finance*) de alcance internacional. Esta estrategia se materializó a través de diversas operaciones, entre las que destacan, la de Alemania (2003) con un importe de 1.100 M €, que fusionó con CC Bank adquirido en 1996, y que convirtió al banco español en la primera entidad independiente de financiación de vehículos, sin incluir las financieras cautivas de marca, en el país teutón con una penetración del 71% del mercado. A ésta le siguieron las compras de otras financieras en Polonia e Italia. En el país báltico, Santander adquirió en 2004 el 100% de PTF, la mayor financiera del país, junto a la cartera crediticia gestionada por la entidad, con un desembolso de 524 M €. En ese mismo año el Grupo completó la adquisición de Finconsumo en Italia y de Elcon Finance en Noruega, que complementó en 2005 con la compra de la financiera Bankia que fusionó con la anterior. De igual forma el Grupo se hizo con otras entidades de financiación privada en Holanda, Rusia y Portugal, país este último donde el grupo adquirió Interbanco y alcanzó un acuerdo con SAG para desarrollar conjuntamente el negocio de financiación de automóviles en España y Portugal. Ya fuera del período de estudio en 2008, el Santander intercambió con General Electric, la italiana banca de inversión Interbanca, que era parte de ABN Anro, pero no había sido vendida a Monte dei Paschi, por los activos de la estadounidense en el área de *consumer finance* que operaban bajo el paraguas de GE Money en Alemania, Finlandia y Austria, así como por su unidad de crédito al consumo de Reino Unido. Finalmente, la postrera adquisición relevante en éste área dentro del período fue la de Drive en Estados Unidos, comprada a HBOS por un total de 772 M de US\$, y generando un importante fondo de comercio de 679 millones. A finales de 2007, el negocio de Consumer Finance representaba algo menos del 9% del beneficio atribuido al Grupo. Dos tercios de su actividad se concentraban en la financiación de vehículos y por geografías, los mayores contribuyentes extranjeros a sus operaciones eran Alemania (36%), Italia (12%), Estados Unidos (7%) y Países Nórdicos (7%).

3.2.5. Otros movimientos corporativos

A lo largo del período, el banco español realizó operaciones que no cristalizaron en adquisiciones mayoritarias, como fueron los casos de Antoveneta en Italia o Société Générale en Francia. Igualmente suscribió acuerdos con otros bancos como el del Royal Bank of Scotland en el Reino Unido, que incluían el cruce de participaciones accionariales que fueron variando a lo largo del tiempo en función de la coyuntura de ambas entidades, incrementándose por parte del británico cuando Santander amplió capital para adquirir Banespa, y haciendo lo propio la entidad cántabra, cuando RBS amplió para comprar el NatWest. La alianza se deshizo en gran medida cuando en 2004 el Santander adquirió el Abbey National, rival de RBS, cesando entonces el intercambio de consejeros entre las dos entidades y procediendo el banco español a la venta del 5,08% que poseía del británico con unas plusvalías de 1.190 M   . Sin embargo, el apoyo entre ambos no cesó completamente y en 2008, fuera del período de estudio, el Santander volvió a adquirir de nuevo el 2,3% del capital del británico, necesitado de auxilio tras la crisis financiera de 2008, y que concluyó en 2010 con la adquisición de 380 oficinas del banco escocés en el Reino Unido por un importe próximo a los 2.000 M   .

En el caso de Francia, el Santander entró en Société Générale (SG) como “caballero blanco” de esta entidad en medio de la OPA hostil a la que se vio sometida por BNP en 1999. El banco español comenzó adquiriendo el 1,4% para, tras varias operaciones consecutivas de compra, alcanzar el 5,93%, mientras como parte de la alianza suscrita entre ambos SG alcanzó hasta el 3% del Santander. Sin embargo, la disposición del banco español a incrementar su participación en SG provocó la manifiesta hostilidad del Gobierno francés que consideraba a la banca como sector estratégico nacional a proteger del "intrusismo exterior", temiendo además que la intervención extranjera frustrara el proyecto de "fusión a tres" lanzado por la BNP con su doble OPA sobre SG y Paribas y contribuyera a desestabilizar al sector en momentos cruciales de reestructuración general⁵⁴. Y si bien la entrada del Santander frustró la toma de Société por parte de BNP, fue realmente dicha hostilidad gubernamental lo que finalmente provocó la salida del banco español, que entre 2001 y 2002 vendió toda su participación en Société.

En cuanto a Italia, el Grupo entró en el capital del Instituto San Paolo en 1995 “con ánimo de permanencia” y voluntad de ser un accionista de referencia, permaneciendo durante años como uno de los gestores del banco italiano gracias al pacto de estabilidad que mantenía con varias fundaciones y el hóliding CIIH, que controlaban conjuntamente cerca del 28%. La fusión entre Intesa y San Paolo en 2006 propició la salida del banco español de su accionariado vendiendo el 6,8% que poseía del mismo y generando unas plusvalías de aproximadamente 1.300 M €. Igualmente en Italia, y dentro del reparto de ABN Anro, en octubre de 2007 Santander se hizo con la banca de negocios Interbanca y con la banca Antonveneta, la séptima del país, que formaban parte del banco holandés. Si la incorporación de Antonveneta habría representado un interesante primer paso en el país transalpino, sin embargo la dirección del banco español consideró que no lograría alcanzar un tamaño suficiente sin realizar inversiones adicionales significativas, por lo que aceptó venderla a Monte di Piaschi di Siena por 9.000 M €, anotándose unas plusvalías de 2.400 M € en tan solo un mes. Finalmente, en 2008 enajenó Interbanca a General Electric a cambio de las filiales del brazo financiero de esta última, GE Money, en Alemania, Finlandia y Austria, y de sus unidades de tarjetas y financiación de coches en el Reino Unido. Ambas operaciones, evitaron la ampliación de capital necesaria para la operación ABN Anro, siendo muy bien recibidas por los mercados que premiaron con fuertes subidas la acción del banco español, al contrario que sus otros socios (Royal Bank of Scotland y Fortis) que asumieron fuertes pérdidas con la compra del banco holandés, lo que contribuyó a debilitar aún más sus balances y finalmente les abocó al rescate por parte de sus respectivos Gobiernos.

Por último, citar la entrada del banco en el portal Patagon, desarrollado por dos emprendedores argentinos en 1997 con algo de más de diez mil dólares de inversión, y adquirido en 2000 por 548 M €. La razón, el aparente retraso que sufría el negocio online del Santander frente a sus competidores y que quería paliarse con esta compra. Sin embargo, tras aportar otros 242 M € al negocio, una vez el estallido de la burbuja puntocom dejó al descubierto las enormes pérdidas sin posibilidad de recuperación inmediata, en 2002 el Santander decidió vender al fundador la parte de América por 25 M €, manteniendo la marca y la parte europea de la misma y llevando en total a pérdidas 627 M €.

⁵⁴ La autoridad bursátil francesa admite la última compra del BSCH en Société Générale. El País 5-08-1999

4. BBVA

4.1. Estrategia de internacionalización

En el programa 1.000 días que el Banco Bilbao Vizcaya lanzó a finales de 1994 se establecían unos objetivos de incremento del volumen de negocio y beneficio superiores al 10% anual, que rápidamente se demostraron inalcanzables operando únicamente en el mercado doméstico, donde la fuerte competencia en márgenes, agudizada por el incremento de bancos extranjeros en España limitaba la rentabilidad. De hecho, en 1995 el margen de intermediación creció únicamente un 2,4% respecto al ejercicio anterior, por lo que rápidamente el banco se planteó una expansión exterior que le aportara volumen de negocio de forma inmediata. Bajo esta premisa, inició un proceso de adquisiciones que pronto se vio reflejado en la cuenta de resultados, como lo demuestra el hecho de que en tan sólo un año, de 1995 a 1996, el margen se incrementara un 21,1%, como consecuencia de las operaciones internacionales que prácticamente cuadruplicaron su aportación (Tabla 5), doblando su peso del 9% al 19%) en el total de activos del banco. Esta mejora de rentabilidad no pasó desapercibida para los inversores, que auparon la acción del BBV un 60%, viendo éste doblada su capitalización bursátil en tan sólo dos ejercicios (Tabla 6).

Tabla 5. Evolución del Margen de Intermediación

Margen Intermediación	1996	1995	%
España	2.023	1.964	3,0%
Internacional	474	100	376,9%
Total	2.497 (m)	2.063,1 (m)	21,1%

Fuente: Informe 1996

Tabla 6. Evolución de la Valoración del Banco

Valoración del Banco	1996	1995	1994
PER (Precio/Beneficio)	15,1	11,7	10,4
Precio/Valor contable	2,19	1,54	1,22
Capitalización Bursátil	9.468 (m)	5.902 (m)	4.533

Fuente: Informe 1996

Fue por tanto la conjunción de la presión competitiva en el mercado doméstico y la existencia de oportunidades en el exterior, lo que hizo que el banco se internacionalizara a través de adquisiciones, como medio más rápido y eficaz de mejorar sus resultados. En palabras de su presidente, los criterios de expansión internacional del banco (aún BBV en 1996) “están presididos por el objetivo de creación de valor para el accionista mediante una adecuada diversificación en mercados con gran potencial de desarrollo bancario y razonable estabilidad económica, política y social. El banco invierte en mercados que pueden considera ser naturales por sus afinidades lingüísticas, culturales e históricas, y en entidades de reconocida importancia y solvencia en cada mercado, con cuotas de participación significativas, y en muchos caso en asociación con accionistas locales, lo que permite el respeto a la identidad nacional de cada banco y la limitación del volumen de capital invertido, En todos los casos, BBV asume la gestión efectiva de los bancos, para lograr así una progresiva transmisión de tecnología y estilo de dirección”⁵⁵. Resumiendo lo anterior, la estrategia internacional de la entidad vasca se centró en los siguientes puntos:

- Creación de valor para el accionista. Eficiencia y rentabilidad de la inversión frente a desembolso de la adquisición.
- Control de la entidad. Adquisiciones con posibilidad de control accionarial a corto o medio plazo.

⁵⁵ Emilio Ybarra, Informe Anual 1996

- Gestión. Entidades en las que BBV pudiera aportar su experiencia de gestión obtenida en España.
- Sinergias, fundamentalmente derivadas de la utilización de su plataforma tecnológica.
- Inversión secuencial. Limitación de la inversión inicial (opción de aprendizaje⁵⁶) en el país de entrada, incrementando el nivel de inversión en la entidad de entrada o en otra, en función de la experiencia adquirida.

Por consiguiente, las adquisiciones se realizaron en mercados de crecimiento sin situaciones de fuerte inestabilidad, así como en entidades donde pudiera obtenerse el control en términos de derechos de voto. En ocasiones, cuando esto no pudo hacerse de forma inmediata, como en los casos del Ganadero de Colombia o del Banco Francés de Argentina, se firmaron acuerdos con el resto de accionistas, que permitieron “ejercer el control efectivo” de la entidad, y así consolidar los resultados contribuyendo de forma inmediata al margen de intermediación y al de explotación.

4.2. Adquisiciones más significativas del período

A finales de 1995, la red internacional de BBV estaba fundamentalmente localizada en Puerto Rico (5,2% cuota de mercado), Perú (Banco Continental, adquirido en 1995 y 17% de mercado) y México, como consecuencia de los acuerdos con el gobierno mexicano para capitalizar Probusa, la octava entidad del país. Aparte de éstos, el banco únicamente contaba con una red de oficinas propias en Portugal (50), Bélgica (Gesbanque, 31) y Marruecos, por lo que a la luz de estos datos es fácil deducir que la presencia internacional del banco era débil, representando tan sólo un 9% del total de su activo.

Por consiguiente, 1996 se convierte en el primer año efectivo de expansión internacional del banco, con una inversión cercana a los 1.200 M€, abarcando en principio varios países latinoamericanos en función de las oportunidades que van surgiendo en cada uno de ellos. En concreto, el banco entra en Colombia, a través del banco Ganadero, la primera entidad del país, en Argentina, adquiriendo el 30% del Banco Francés, el tercero del país, en Venezuela, con un acuerdo de compra del Banco Provincial, y en México, donde el gobierno mexicano, tras años de banca pública, se ve obligado a sanear el sistema financiero tras la crisis, para lo cual necesita la colaboración de la banca internacional “Todas estas operaciones forman parte de nuestra estrategia para construir un gran grupo financiero euro-latinoamericano que permita aprovechar al máximo las ventajas competitivas del BBV. Un Grupo, con base española y europea, capaz de transferir a mercados de gran potencial nuestra capacidad tecnológica y de gestión, para convertirse así en el interlocutor indiscutible de las relaciones financieras entre estos espacios económicos”⁵⁷

⁵⁶ Véase Mascareñas, J. (2013): Opción real de diferir un proyecto de inversión. Monografías sobre Finanzas Corporativas. Sobre de aprendizaje como estrategia en las M&A, véase Mascareñas J. Fusiones y Adquisiciones (2011). Cap. 3.

⁵⁷ Emilio Ybarra. Informe Anual BBV 1996

4.2.1. México

La presencia de BBVA en México se hizo efectiva en julio de 1995, cuando alcanzó un acuerdo con el gobierno mexicano y los accionistas del grupo financiero Probursa para adquirir el 70% por aproximadamente 350 M \$ que, complementó con la compra al año siguiente de las sucursales de los bancos Cremi y Oriente, lo que hicieron que el grupo alcanzara 309 oficinas, doblando su presencia en el país y convirtiéndose en la organización exterior de mayor peso en los resultados del banco con un 5% de los activos totales. Aun con ello, la red de Probursa y los bancos asociados no representaba más allá del 3% del total de oficinas bancarias de México, un país de más de 100 millones de potenciales clientes. La adquisición contribuyó al establecimiento de una estructura local y al conocimiento del mercado mexicano de cara a futuras oportunidades, que no surgieron hasta 1999, cuando el gobierno reformó la legislación y eliminó el tope del 20% a la participación de la banca extranjera. Ello permitió que en 2000, BBVA entrara en el capital de Bancomer, la mayor entidad financiera del país, acudiendo a una ampliación de capital por importe de 1.400 M \$, y que al ser fusionado con Probursa, permitió a la entidad española alcanzar el 36% de la nueva entidad fusionada BBVA Bancomer.

Bancomer, fundado en 1932 en Ciudad de México con el nombre de Banco de Comercio y nacionalizado en 1982 como otros bancos del país, había sido privatizado en 1991 a un grupo de inversionistas mexicanos. Sin embargo, la necesidad de fortalecer la estructura de capital dañada por la crisis de 1995, y de encontrar un socio fuerte que permitiera abordar la futura consolidación de la banca mexicana con garantías de éxito, hicieron surgir la oportunidad para BBVA constituyendo así el mayor grupo financiero privado de América Latina⁵⁸ con una cuota de mercado de alrededor del 34% de los depósitos bancarios de México. Durante los meses sucesivos a la primera toma de acciones, BBVA procedió a la adquisición, bien en el mercado libre bien a otros inversores de referencia como el Bank of Montreal o el propio gobierno de México, de pequeños porcentajes adicionales en Bancomer, hasta que en Marzo de 2004 el banco concluyó la Oferta Pública de Adquisición formulada sobre el 40,6% del capital social que aún no controlaba, a un precio de 12 pesos por acción, con una prima del 13,7%, sobre su última cotización en Bolsa. La OPA fue finalmente aceptada por el 38,42% del accionariado lo que supuso un desembolso para BBVA de 3.169 M €. Por último en Noviembre del 2004, cuando el banco español ya controlaba el 99,70% del mexicano, se excluyó a este último de la Bolsa de Valores de México.

A finales de 2007 la participación de BBVA en Bancomer alcanzaba el 99,97%, es decir, la práctica totalidad del capital, lo que le convertía en el primer banco del país con 1.671 sucursales y 10,2 millones de clientes, alcanzando una cuota de mercado del 23,9% del total de activos gestionados en México. BBVA Bancomer era la filial más importante del banco español en el exterior, con un beneficio neto atribuido de 1.720 M €, equivalente a un 28% del total del Grupo.

⁵⁸ BBVA. Informe Anual 2000

4.2.2. América del Sur

Argentina

La entrada del banco en Argentina se produjo en 1996 al adquirir el 30% del Banco Francés Río de la Plata, el tercer banco privado del país, hasta entonces bajo el control de dos grupos familiares. La toma de esta participación propició asimismo la entrada en Uruguay a través de la filial del mismo banco en aquel país, donde ocupaba el 5º lugar del ranking. Desde esa fecha y hasta 31 de diciembre de 2001, BBVA fue realizando adquisiciones adicionales, hasta elevar la participación del grupo al 68,25% con un desembolso total acumulado de 1.179 M \$, adquiriendo paralelamente el grupo Consolidar, el segundo mayor administrador de fondos de pensiones del país. La crisis económica de 2001-02 no sólo frenó las inversiones del banco en el país, sino que supuso un serio quebranto en sus cuentas, al verse obligado a llevar a pérdidas todo el fondo de comercio pendiente tanto de Consolidar como del Banco Francés equivalente a 123 M €. A partir de esa fecha, las delicadas condiciones de la economía argentina que impactaron en el sistema bancario, hicieron necesaria la capitalización del Banco Francés y en mayo de 2002, éste alcanzó un acuerdo con las autoridades argentinas para realizar una ampliación de capital en la cual el banco español aportaría obligaciones negociables de Banco Francés por un importe de 130 M \$ y un préstamo financiero de 78 M \$ otorgado este último por parte del grupo BBVA. Una vez concluida la ampliación, la entidad española pasó a detentar el 79,6% del capital, con una generación de fondo de comercio de 35 M \$, que de nuevo se vio obligada a amortizar en su totalidad en el propio ejercicio 2002. Fue el peaje de la crisis. Por último, en 2004 se realizó una nueva ampliación de capital de 315 M \$, en la que BBVA aportó el préstamo anterior, diluyendo ligeramente su participación hasta el 76,1%, porcentaje que mantenía a finales de 2007. A esa fecha, Banco Francés era líder en depósitos y el segundo banco en cuanto a créditos de las entidades privadas argentinas. No obstante, las operaciones en el país austral tan solo representaban un 1% de los activos del Grupo, mientras que el beneficio atribuido de 147 M € era poco más del 2%. Estas cifras quedaban lejos de las registradas por el Banco Francés en 2000, justo antes de la crisis, cuando los activos aportados a la matriz eran más del doble y los ingresos financieros de 1.205 millones, prácticamente el triple de los registrados siete años más tarde.

Chile

La presencia de BBVA data de 1998, año en que adquirió el 44% del capital social del Banco Hipotecario de Fomento BHIF, asumiendo la gestión del Grupo. Dicha participación fue aumentando a través de sucesivas adquisiciones hasta alcanzar el 67,05%, lo que de acuerdo a la legislación chilena obligó al banco a lanzar una OPA sobre la parte del capital de BBVA Chile que no era de su propiedad, en una operación de "carácter técnico"⁵⁹ que no pretendía afectar a la participación de los socios chilenos, sino que sólo apuntaba a los pequeños accionistas, propietarios del 2% del capital de la entidad. BHIF era un banco tradicional del país, cuyo origen estaba en el Banco Hipotecario de Valparaíso, fundado a finales del siglo XIX. En 1976 trasladó su sede a

⁵⁹ El BBVA lanza una OPA sobre el 32,95% de BHIF. El País 4-4-2006.

Santiago, iniciando un proceso de expansión que le llevó a fusionarse en 1989 con el Banco Nacional, tomando el nombre de Banco BHIF y convirtiéndose en la tercera entidad financiera del país por activos.

En el área de pensiones, a lo largo de sucesivas adquisiciones el banco se hizo con una participación del 64,3% en el Fondo de Pensiones AFP Provida, la mayor gestora de Latinoamérica, con presencia en otros seis países. Tanto el negocio bancario como el de pensiones se complementaron con la adquisición de Forum Servicios Financieros, un operador de *consumer finance*, líder en la financiación del automóvil con un volumen significativo de negocio. A finales de 2007, los activos gestionados por las entidades agrupadas en BBVA Chile gestionaban 8.835 M € de activos y su beneficio alcanzaba los 37 M €, un 0,7% del total atribuido al Grupo.

Venezuela

La primera incursión del banco en Venezuela se realizó en 1997, mediante la adquisición del 40% del capital social de Banco Provincial, S.A. y porcentajes superiores en el resto de sociedades de su grupo, asumiendo la gestión, mediante el control efectivo a través del 100% de los derechos de voto. Desde entonces BBVA fue elevando su participación en el Grupo Provincial hasta alcanzar el 55,53% en 2002, porcentaje que mantenía a final del periodo.

El ascenso al poder del presidente Hugo Chávez y sus sucesivas amenazas de nacionalización de la banca no alteraron la intención de BBVA de seguir operando en el país⁶⁰, donde a finales de 2007 ocupaba el primer lugar en el ranking, siendo el de mayor beneficio (un 22,8% del total de la banca venezolana), seguido de Banco de Venezuela (vendido por el Santander al Estado) con un 14,5% y del banco público Bancoex con un 4,7%. En el ejercicio 2007, la aportación del Banco Provincial a las cuentas del grupo fue de 7.156 M € en inversión en activos (14 % del Grupo) y un beneficio atribuido de 124 M €, aproximadamente un 2% del total del Grupo.

Perú

BBV entró en Perú en 1995 formando con el grupo local Brescia la entidad Holding Continental, en el que ambos participaban al 50%. Dicho holding se hizo con la privatización del 68,5% del Banco Continental, el segundo del país, con una aportación de 111 M \$ por parte del banco español, quien mediante acuerdos societarios asumía la gestión del banco andino. Posteriormente, mediante adquisiciones sucesivas, la participación de Holding Continental en el banco fue incrementándose hasta alcanzar el 92,08% a finales de 2007. En las cuentas de ese año, Banco Continental y sus entidades asociadas aportaron 63 M € a los beneficios del Grupo (1% del total). La otra participación importante en Perú se produjo en el ámbito de la administración de fondos de pensiones, donde en 1998 Holding Continental amplió su participación hasta el 54,4% de Horizonte, la mayor gestora del país con una cuota de mercado del 25,8%, controlando el resto el banco español parte a través de AFP Chile y parte directamente. Aunque rentable, esta participación, al igual que otras en aseguradoras de fondos de

⁶⁰ El Universal. Caracas. 28-01-2010. Declaraciones de Francisco González

pensiones de la Región fueron clasificadas como posible desinversión del banco, al no considerarlas estratégicas⁶¹.

Colombia

En agosto de 1996, la entidad española adquirió el 35,1% del capital del Banco Ganadero, asumiendo la gestión del mismo y de su grupo de sociedades. A la vez firmó acuerdos privados con el resto de accionistas por los que tomó el control efectivo de la sociedad, pudiéndola consolidar de esta forma en sus Cuentas Anuales. La entidad colombiana, que en principio surgió como banco agropecuario había extendido sus actividades a otros sectores de la economía, y en su accionariado se encontraban ganaderos, particulares y Gobierno. A través del mismo, en 1998 tomó la mayoría de la aseguradora Horizonte, la tercera en el ranking. Complementariamente, en 2005, el grupo se adjudicó mediante subasta del gobierno colombiano el Banco Granahorrar por 425 M \$, de forma que la fusión de ambas entidades convirtió a BBVA en líder del mercado hipotecario del país. A finales de 2007, BBVA Colombia representaba el 1,6% del beneficio atribuido al Grupo.

Brasil

La primera adquisición del banco en Brasil se produjo en 1998 con la toma del Grupo Excel Económico, un banco de Sao Paulo, prácticamente en liquidación, por el que BBV mediante una ampliación de capital se hizo con el 43% de las acciones (54,5% de aquellas con derecho a voto), pagando por ellas 430 M R\$ (336 M €) y convirtiendo a la entidad en su base de expansión en el país. Asimismo, como parte del proceso de recapitalización de la entidad, le otorgó un préstamo convertible de 700 M \$ que finalmente capitalizó en 2002 haciéndose con el 100% de las acciones. A lo largo de dicho período BBVA fusionó sus operaciones en Brasil, hasta lograr una red de 438 oficinas, ocupando el puesto catorce del ranking, que pronto se demostró insuficiente para alcanzar una futura posición de liderazgo. Por esta razón y por la necesidad de fondos para consolidar su posición en México, finalmente decidió vender su participación a Bradesco, la principal entidad financiera privada del país. Como el propio banco reconoció: “con un 1,4% de cuota de mercado no era posible crecer más que el mercado sin asumir grandes riesgos de morosidad por la situación del país, y BBVA no veía la posibilidad de obtener buenos resultados en Brasil a medio plazo, donde la rentabilidad sobre recursos propios era del 5%, y ha decidido vender el negocio”⁶². La operación supuso valorar BBV Brasil en unos 800 M \$, 1,2 veces su patrimonio neto, que sin embargo no llegaba a cubrir las inversiones por valor total de 1.553 Millones que BBV había realizado en el país. La principal razón del deterioro de valor se produjo en 1998 cuando la depreciación del real obligó a contabilizar pérdidas de 491 M \$, al pasar la moneda brasileña de la paridad con el dólar a los 3,46 R\$/US\$ a los que cotizaba en el momento de su venta (2003). Aun así, el pago se hizo en dinero (623 M S\$) y acciones del propio Bradesco, lo que convirtió a BBV en el segundo accionista de la entidad brasileña con un 4,4%. Esto le permitió al banco español resarcir las pérdidas cuando en 2008 ejerció la opción de venta de su participación, que había ampliado hasta el 5,01% y por la que se embolsó 976 M €, con unas plusvalías de 740 M €.

⁶¹ CNMV Hecho Relevante 165147. 24/05/2012

⁶² “BBVA vende su filial brasileña al primer banco privado del país y entra en su capital”. El País 14.01.2003.

4.2.4. Estados Unidos

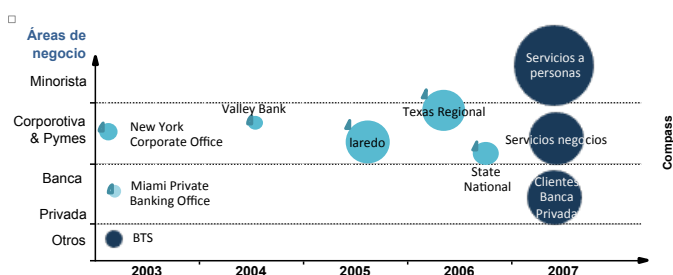
Aprovechando las sinergias de Bancomer en Estados Unidos, así como su reputación de marca entre comunidad hispana y el lucrativo negocio de remesas de inmigrantes, el grupo inició su expansión en el país en 2004, a través de la adquisición del Valley Bank de California, un minúsculo banco con apenas 21 sucursales. Un poco más tarde, en abril de 2005, se hizo con el Laredo National Bancshares (860 M \$), ubicado en Texas, al que siguieron el Texas Regional Bancshares (2.141 M \$), en noviembre de 2006 y el State National (488 M \$), ya en Enero de 2007, adquisiciones estas de mayor entidad, pero aún distantes de suponer una cuota de mercado relevante en el potente sistema financiero norteamericano.

La gran adquisición que era preciso acometer para que sirviera de elemento aglutinador del conglomerado de pequeñas entidades controladas, llegó en febrero de 2007 con el anuncio la compra del banco Compass, cotizado en Nasdaq y con fuerte presencia en los estados del sur de Estados Unidos. La oferta, consistente en un intercambio de 2,8 acciones del banco por cada acción de Compass o bien 71,8 dólares en efectivo, representaba una prima del 16,8% sobre el precio de la acción 10 días anteriores al anuncio, con un monto total de 9.115 M \$ (6.672 M €), a un múltiplo P/E de 19 sobre los resultados del año anterior. Era la mayor adquisición de BBVA hasta entonces y para su financiación el banco procedió a la venta del 5,01% que poseía en Iberdrola, por la que obtuvo 1.679 M € viéndose obligado además a realizar una ampliación de capital de 196 millones de acciones, equivalente al 5,5% de su base accionarial. La operación generó un significativo fondo de comercio de 4.548 M € en el balance de la entidad española.

La fusión de todos los bancos adquiridos situó a finales de 2007 a BBVA USA Bancshares Inc, entre los primeros veinte bancos de Estados Unidos con 667 oficinas y activos por 47.000 M \$. En el momento de la adquisición, se anunció que la aportación esperada a los resultados consolidados del grupo se esperaba fuera de aproximadamente 589 M € en 2010 (en 2006 ganó 460 M \$). Sin embargo, la crisis hipotecaria que afectó al sistema financiero internacional y muy singularmente a la banca de Estados Unidos, vio mermadas dichas expectativas, de forma que la contribución de Compass a los resultados del banco fue mínima 70 M €, equivalentes a 1,1% de los resultados del grupo (124 M €, si se hubiera consolidado todo el año). Y si bien la situación económica americana fue recuperándose paulatinamente durante los ejercicios siguientes, y con ella los resultados del banco; sin embargo la necesidad de fortalecer la estructura de capital del mismo, así como la necesidad de ajustar el fondo de comercio al nuevo escenario económico, obligaron a la entidad española a provisionar 380 M €

en la cuenta de 2008 y 1.050 M € en la de 2009, 704 de ellos como deterioro del fondo de comercio.

Figura 8. Adquisiciones BBVA en Estados Unidos



Fuente: BBVA. Informe anual 2007

4.2.5. Otras participaciones

A principios de la década de los 2000 el banco fue reconfigurando

sus participaciones en otras entidades extranjeras, saliendo de aquellas consideradas no estratégicas y entrando en otras zonas geográficas objetivo. En 2003 vendió su participación del 3,73% en Crédit Lyonnais a Société Générale con unas plusvalías de 353 M €, mientras que en 2004 abandonó Marruecos vendiendo el 9,9% de Wafabank, en el que se encontraba desde 1980, y en 2006 por 395 M € la participación del 51% de Banc Internacional d'Andorra SA que poseía desde su fundación. Ese mismo año el banco salió de Italia al adherirse a la OPA de BNP Paribas sobre la Banca Nazionale del Lavoro, de la que poseía el 14,9%, y una vez hubo retirado su propia oferta para hacerse con la mayoría del banco transalpino ante la manifiesta oposición mostrada por el Banco de Italia, que fue apercibido incluso por las autoridades de la Unión Europea⁶³. La desinversión le reportó unas plusvalías de 569 M €, y el BBVA mantuvo una presencia testimonial en la península transalpina, mediante la adquisición del 100% de Maggiore Fleet una sociedad de alquiler de vehículos por un precio de 70,2 M €.

En cuanto a inversiones, BBVA inició un plan estratégico de expansión en Asia, una zona geográfica interesante para el banco por sus crecientes relaciones comerciales con América Latina. Su presencia en China se materializó con la compra en 2006 de un 5% del séptimo banco del país, el China Citic Bank (CNCB) y el 15% de su filial hongkonesa (CIFH), por 989 M €; participación que amplió en junio de 2008, cuando redirigió las plusvalías cosechadas con la venta de su 5% en el brasileño Bradesco y destinó 800 millones nuevos para alcanzar el 10% en CNCB y el 30% en CIFH. Por último en diciembre de 2009 dedicó otros 1.000 M € para aumentar su peso en CNCB y alcanzar el 15%, acudiendo asimismo a la ampliación de capital del banco chino en junio siguiente, aduciendo que en principio esta participación se consideraba estratégica para la entidad⁶⁴. Sin embargo, esta inversión se deshizo parcialmente en 2013 con la venta de Citic Bank a un precio inferior al adquirido, lo que se tradujo en pérdidas en la cuenta de resultados por valor de 2.300 M €, por las minusvalías resultantes de ajustar la participación restante al precio de dicha venta.

Finalmente, en 2010 el banco adquirió por 4.195 M € el 24,89% del banco turco Garanti, el segundo mayor del país por volumen de activos. La adquisición se realizó a General Electric y al grupo Dogus, mayoritario hasta ese momento y dentro de los acuerdos contemplaba posibles compras adicionales por parte del banco español, que le darían el control efectivo de la entidad. Con esta compra, BBVA entraba en uno de los mercados emergentes más prometedores en cuanto a crecimiento, compensando al menos geográficamente el riesgo inherente al gran peso de sus operaciones en Latinoamérica.

⁶³ La Comisión advierte a Italia de que no puede vetar la OPA del BBVA sobre BNL. El País. 31-05-2005

⁶⁴ BBVA invertirá en Citic Bank para mantener su peso. Diario Cinco Días. 12/08/2012

5. Resultado del proceso de internacionalización de la banca española

5.1. Diversificación geográfica de los resultados

La primera consecuencia de la internacionalización de los grandes bancos españoles fue la diversificación geográfica de sus operaciones, y por tanto de sus resultados, dejando a un lado la tradicional dependencia casi exclusiva del mercado nacional. Dicha diversificación tuvo su reflejo en diversos parámetros como se refleja a continuación.

Operaciones y Clientes

En los doce años, desde finales de 1995 a cierre de 2007, el número de oficinas fuera de España de los dos grandes bancos internacionalizados se multiplicó por más de siete desde las 1.500 de 1995 a las casi 11.000 en 2007. Mientras al inicio del período, las oficinas en España representaban más del 84% del total de ambas entidades, en 2007 dicho porcentaje se había reducido hasta al 44%, confirmando así el alto grado de internacionalización de sus operaciones en tan escaso período de tiempo. De forma similar, aunque en menor intensidad se comportó la evolución en cuanto a número de empleados en el extranjero, que aun así se multiplicó por más de ocho en el período, superando entre ambos bancos más de 180.000 efectivos en el exterior (Tablas 7 y 8).

Tabla 7. Evolución número de oficinas

Oficinas	2007				1995			
	SAN	BBVA	TOTAL	%	SAN	BBVA	TOTAL	%
Total Oficinas	11.178	8.028	19.206	100,0%	4.239	5.556	9.795	100,0%
En España	4.833	3.595	8.428	43,9%	3.711	4.584	8.295	84,7%
En el resto del mundo	6.345	4.433	10.778	56,1%	528	972	1.500	15,3%

Tabla 8. Evolución número de empleados

Empleados	2007				1995			
	SAN	BBVA	TOTAL	%	SAN	BBVA	TOTAL	%
Total Empleados	131.819	111.913	243.732	100,0%	42.023	34.178	76.201	100,0%
En España	30.168	31.106	61.274	25,1%	28.321	25.136	53.457	70,2%
En el resto del mundo	101.651	80.807	182.458	74,9%	13.702	9.042	22.744	29,8%

Fuente: Santander y BBVA. Informes anuales 1995 y 2007

En cuanto al número de clientes, la actividad internacional lógicamente siguió un camino paralelo al de las operaciones, y a finales de 2007 del total de los 65,7 millones de clientes que el Santander tenía en todo el mundo, tan solo 10,8 millones, un 16,4%, se encontraban en España. Aunque, sin llegar a un grado de internacionalización tan alto, BBVA también contaba con mayor número de clientes en el exterior que en el mercado local. Dado que los dos operaban mayoritariamente en el segmento minorista, con clara vocación comercial y muy baja penetración en banca de inversión, ambos superaban a sus competidores más directos tanto en número de empleados, clientes y oficinas, de forma que en 2008, una vez integrada la red de Banco Real en Brasil, el Banco Santander con 13.390 sucursales era el banco con mayor número de oficinas en el mundo⁶⁵.

⁶⁵ Santander. Informe Anual 2008. P. 21

Cuota de Mercado Internacional

Una de las características del proceso de internacionalización fue la vocación de liderazgo de ambos bancos en los nuevos mercaos, abandonando aquellos donde por diversas causas no pudieron adquirir masa crítica suficiente. Esto hizo que a final del período la cuota alcanzada fuera realmente significativa, encontrándose los españoles entre los tres bancos primeros del ranking de aquellos países donde se habían introducido a través de adquisiciones (Tablas 9 y 10).

Tabla 9. Santander. Cuota de Mercado (2008)

Países	Oficinas (número)	Cuota* (%)	Clientes** (millones)
España	4.369	18	12,5
Portugal	670	11	1,7
Brasil - Sao Paulo	1.874	4,5 - 10	6,7
México	1.018	14	7,4
Chile	370	19	2,3
Alemania***	54	16	2,5
Italia***	23	5	0,5
Puerto Rico	72	12	0,3
Venezuela	248	12	1,5
Colombia	87	5	1,2
Argentina	312	11	3,5

* Cuota en la actividad de Banca Comercial

** Se consideran clientes a los primeros titulares y cotitulares, siguiendo un criterio homogéneo para todo el Grupo que podría ser distinto del utilizado por alguno de sus Bancos. Se incluyen clientes de Banca Comercial y Gestión de Activos.

*** En financiación de automóviles

Fuente. Santander. Informe anual 2008

Tabla 10. BBVA. Posición en Latinoamérica

Países	Depósitos				Créditos				Pensiones			
	Cuota (%)		Ranking		Cuota (%)		Ranking		Cuota (%)		Ranking	
	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006
Argentina	9,2	9,5	2º	1º	69,0	7,6	2º	2º	19,5	18,5	2º	2º
Chile	5,3	7,9	6º	4º	55,0	8,8	6º	4º	31,8	30,7	1º	1º
Colombia	7,3	11,7	3º	4º	75,0	11,5	3º	4º	24,6	17,2	1º	1º
México	30,4	26,0	1º	1º	29,4	30,0	1º	1º	22,8	19,2	1º	2º
Perú	19,0	24,7	3º	2º	13,6	27,4	3º	2º	25,2	23,7	3º	2º
Venezuela	18,4	9,7	2º	4º	17,9	11,8	3º	4º	-	-	-	-

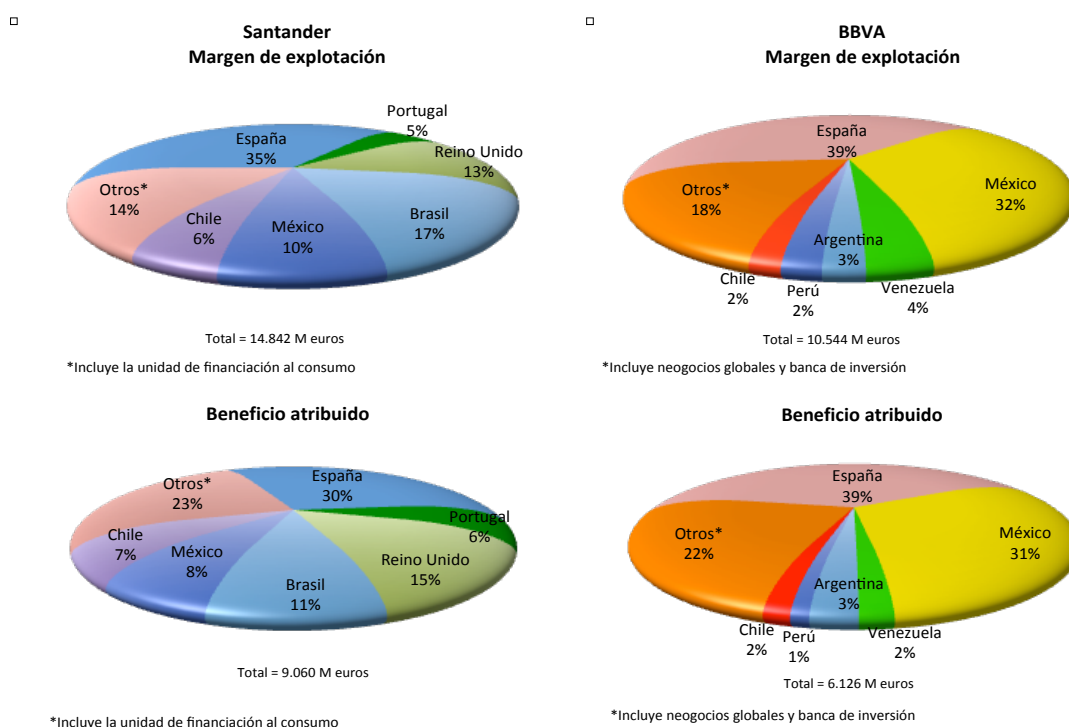
BBVA. Informe anual 2006

Desde este punto de vista es sin duda meritorio el liderazgo que ambos mantenían en países como México, donde BBVA era primero y Santander tercero, posición que también ocupaba este último entre los bancos privados de Brasil, por citar los países de mayor peso económico de la zona. Igualmente significativa era la posición de Santander en Reino Unido, donde Santander/Abbey tenía una importante cuota de mercado en hipotecas, así como la de sus unidades de crédito al consumo que ocupaban una posición destacada tanto en Alemania como en Italia o Polonia, y que fueron todas ellas gestadas en base a las sucesivas adquisiciones de operadores locales. Por último, citar la presencia de ambos, BBVA y Santander, en Estados Unidos, donde continuaban incrementando sus operaciones a pesar de los reveses iniciales debidos al momento en que se realizaron las mayores adquisiciones, poco antes de la crisis de deuda hipotecaria y financiera que sacudió el país, lo que las devaluó provocando significativas pérdidas sobre todo en las cuentas del banco vasco.

Margen de Explotación y Beneficio Atribuido

La diversificación de los ingresos hizo que igualmente el beneficio obtenido fuera de España de ambas entidades superara con diferencia al del mercado nacional, resultando México para BBVA, y Brasil y Reino Unido para Santander los principales contribuyentes exteriores al margen de ambas entidades (Figura 9). Sin embargo, su evolución del a lo largo del período no fue siempre estable, sino que tras las primeras grandes adquisiciones en el período 1997-2000 ambos bancos se encontraron con la crisis de las economías latinoamericanas que culminó con la hecatombe de Argentina en 2001, cuyas pérdidas se elevaron a los 2.300 M €. La recuperación no llegó hasta 2004, de forma que en durante ese tiempo los resultados de ambos bancos en el exterior disminuyeron, haciendo planear dudas acerca de la rentabilidad de dichas inversiones.

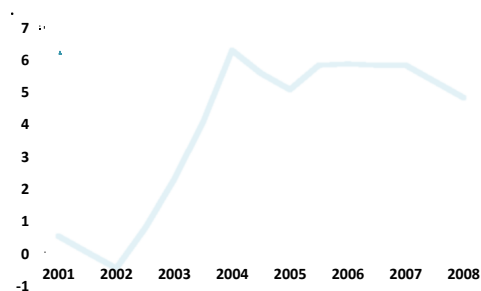
Figura 9. Santander y BBVA. Resultados por área geográfica (2007)



Fuente: Informes Anuales

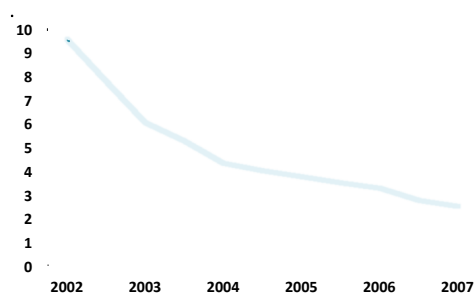
A partir de esa fecha, la progresiva recuperación económica de la zona, con el consiguiente descenso de la morosidad (Figuras 10 y 11), provocó un salto en los resultados de ambas entidades de forma que a finales del período, Latinoamérica pesaba de nuevo más del 50% en las cuentas de ambos bancos. Esta proporción se incrementó aún más durante la recesión 2008-09, como consecuencia del buen comportamiento de las economías emergentes, en especial México y Brasil, frente a las desarrolladas, especialmente España, país que comenzó a perder peso en las cuentas de ambos, resultando estos mucho menos dependientes del mercado doméstico.

Fig 10. Latinoamérica. % Crecimiento PIB



Fuente: CEPAL

Fig 11. Latinoamérica. Índice de Morosidad



Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo – BID, Izquierdo y Talvi 2009.

En cuanto a la rentabilidad de las operaciones, medida como margen de explotación sobre activos totales medios, las del continente americano llevaban claramente ventaja. Así, mientras en Europa se movía en el entorno del 3% (más bajo aún en Reino Unido), en Latinoamérica oscilaba entre el 6 y el 9%, como consecuencia de la menor madurez de dicho mercado. Por consiguiente la Región aportaba una rentabilidad casi el doble a

la obtenida en Europa. En términos de eficiencia, los sucesivos ajustes de costes abordados por ambos bancos tras la toma de los bancos adquiridos habían hecho evolucionar aquellos hacia los estándares españoles, de forma que a finales de 2007 prácticamente se situaban en un rango similar muy cerca o por debajo del 40%. No era el caso de Abbey, donde la naturaleza de sus operaciones, unidas a las dificultades encontradas tras la entrada de Santander, lo situaban lejos de los objetivos de eficiencia que obtenía el resto del banco (Tabla 10).

Tabla 10.- BBVA y Santander. Margen/Activos y Ratio de Eficiencia por Área Geográfica (2007)

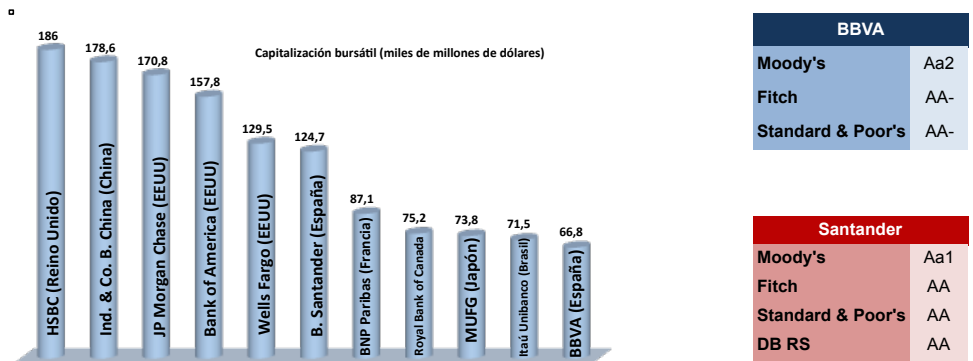
Santander				BBVA			
Países	Margen/ Activo total	Ratio Eficiencia	Morosidad	Países	Margen/ Activo total	Ratio Eficiencia	Morosidad
España	3,96	38,7%	0,65%	España	2,95	35,9%	0,73%
Reino Unido	1,39	50,1%	60%	México	7,98	32,6%	2,15%
México	6,3	37,7%	1,20%	América del Sur	8,47	42,7%	2,14%
Brasil	9,47	39,6%	2,74%				

Fuente: Informes anuales.

5.2. Posicionamiento Global y en Latinoamérica

A finales de agosto de 2008, antes de la caída de Lehman Brothers, los dos grandes bancos españoles se encontraban entre los de mayor capitalización del mundo, resultando el Santander el mayor de la Eurozona, una vez consolidada en sus cuentas la adquisición de ABN Anro en Brasil. De hecho, en el propio año 2008, tanto Santander (3º) como BBVA (5º) se situaron entre los cinco mayores del mundo por beneficios ³³. Sin embargo, el efecto sistémico provocado por la quiebra del gigante americano hizo aumentar sobremanera la distancia existente en cuanto a valor de mercado entre la banca de los países emergentes y los desarrollados, en concreto los europeos; lo cual, unido a la propia debilidad de la economía española, relegó a ambas entidades a puestos inferiores en el ranking. No obstante lo anterior y dentro de la perspectiva temporal, las posiciones ocupadas eran muy superiores a las que ambos bancos ocupaban previamente a su internacionalización en 1995, cuando si bien eran reconocidos por su solvencia y eficiencia, sin embargo carecían de la dimensión en cuanto a recursos y capitalización que su proceso de internacionalización les otorgó.

Figura 10.- El ranking de la banca mundial 2009



Fuente: Revista Banca15. Num 310 – 2009

5.3. Evolución de la acción. Capitalización y base de capital.

Durante el período de estudio, la capitalización de ambos bancos se multiplicó significativamente, debido en gran parte a la mayor dimensión obtenida en base a las adquisiciones exteriores. En el caso de BBVA pasó de 5.900 a 67.800 M € y en el de Santander de 5.800 a 92.500 M €, con rentabilidades promedio de la acción del 15,7% anual para el banco vasco y 14,3% para el cántabro.

A finales de 2007 la base de capital BIS de BBVA (Tier 1) era del 6,8% y la de Santander del 7,71%, superior a los requerimientos de Basilea, mientras que la deuda de ambos se encontraba significativamente por encima del grado de inversión. Como es sabido, la posterior crisis financiera, requirió reforzar dicha base para adecuarla a las nuevas exigencias de capital por parte las autoridades monetarias, y en especial a las provisiones dictadas por el gobierno español en 2012 para hacer frente al deterioro de los activos inmobiliarios.

Bibliografía

Argüelles A. (1998), “El Proceso de concentración de la Banca Española entre 1977 y 1996”, Universidad Complutense de Madrid. Política y Sociedad, 29 (1998), Madrid (pp.133-149).

Banco Santander. Informes anuales 1995-2013

BBVA. Informes anuales 2000-2013. BBV. Informes anuales 1995-1999.
Argentaria Informes anuales 1995-1998

Classen, J., Liepert, J., Wise, S.P., Hallet, M., y Cohen, L.G. (1998).

Campa & Ignacio Hernando, 2005. F y A de rendimiento en el sector financiero europeo. Banco de España. Núm 516

Carrizosa, Mauricio; Leipziger, Danny M.; y Hemant Shah. (1996) “The Tequila Effect and Argentina’s Banking Reform”, *Finance and Development*, Vol. 33, No. 1, pp. 22-25.

Durán, Juan José. (coord.) (1997) Multinacionales Españolas II. Nuevas experiencias de internacionalización. Editorial Pirámide

Fries y Taci (2001). Banca de Desarrollo y Reforma, en las economías en transición. Banco Europeo de Reconstrucción y Desarrollo (BERD), Intl. Conferencia sobre la Transición Economía, Portoroz Eslovenia 23-26 Junio 2001

Guillén, Mauro F. 2005. The Rise of Spanish Multinationals: European Business in the Global Economy. Cambridge: Cambridge University Press. Marcial Pons, 2006.

Guillén, M. yA. E. Tschoegl. 2000. The Internationalization of Retail Banking: The Case of the Spanish Banks in Latin America. *Transnational Corporations* 9 (3):63-97.

Mascareñas, J. (2013). Monografías sobre Finanzas Corporativas nº 33.
<http://ssrn.com/abstract:2316667>.

Revell, Jack R. S. (1987) “Tamaño y Papel de los Grandes Bancos”. Boletín de Estudios Económicos, Vol XLII, nº132, dic.

Rodríguez Inciarte, M. 2004. La expansión exterior de la banca española. *Universia Business Review*. Tercer Trimestre 2004 (12-25).

5. – El Sector Energético

1. El sector energético español. Desregulación y liberalización.

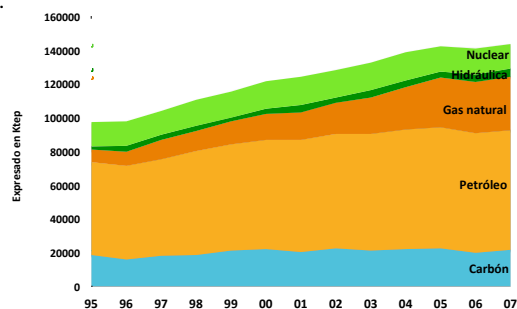
No fue hasta finales de 1997, año en que el Estado puso en marcha la última OPV de Endesa, cuando terminó la privatización del sector energético español. Meses antes había concluido la presencia pública en Repsol, la petrolera que había surgido de la ruptura del monopolio de hidrocarburos que ostentaba la Compañía Arrendataria del Monopolio de Petróleos (CAMPSA).

El proceso de liberalización de los mercados de la energía en España arrancó a raíz de las primeras directivas comunitarias, la CE/92/96 para el mercado de la electricidad y la CE/30/98 para el mercado del gas. Su trasposición al ordenamiento español sentó las bases para el desarrollo de un nuevo modelo energético, que pasó de un sistema regulado, y que consideraba los suministros energéticos como una actividad de servicio público, a un sistema mixto de actividades no reguladas (Onega, 2003). En este contexto, la ley del Sector Eléctrico de 1997 no solo liberalizó el mercado de generación, reconociendo el derecho a la libre instalación de nuevas centrales de producción, sino que abrió la distribución mediante la creación de nuevas comercializadoras, dando paso a la libertad de elección de suministrador por parte del consumidor. Más tarde, en 2003, una nueva normativa de la UE ahondó más en la creación del mercado integrado europeo de la energía, con la misma filosofía básica de asegurar la independencia legal y de gestión de redes, y, en consecuencia, la total transparencia y objetividad del acceso de terceros a las infraestructuras del sector energético. El objetivo era separar la generación, el transporte y la distribución de energía eléctrica, poniéndose término a las situaciones de integración vertical que con frecuencia era posible encontrar en las empresas estatales. La concreción de ese acuerdo se vio facilitada por la privatización previa de dichas empresas, aun cuando el proceso no se llevó a cabo de forma uniforme en todos los países, quedando compañías con participación estatal, como los casos de Electricité de France, (84% del Estado francés), GDF Suez (36%) o Enel (31% del Estado italiano). El otro frente que querían abarcar las normativas europeas se refería al mix energético para el continente, tratando de disminuir la dependencia de los hidrocarburos, asegurándose así el cumplimiento del protocolo de Kyoto y favoreciendo el uso de energías limpias. En concreto, para 2020 estableció los siguientes objetivos:

- Reducción del 20% de emisiones de gases de efecto invernadero.
- Mejora del 20% de la eficiencia energética..
- Aumento de la participación de energías renovables hasta el 20% del total.
- Incremento de la participación de los biocarburantes en el consumo de combustibles del transporte al 10%.

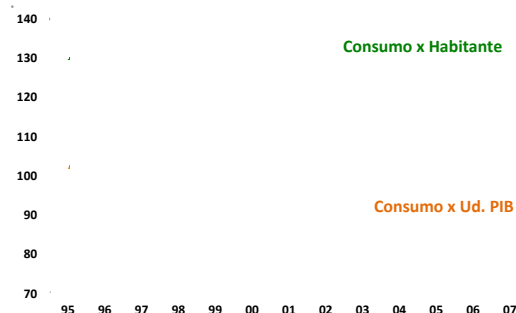
En el caso de España, cuyo crecimiento económico del último cuarto de siglo había implicado duplicar el consumo total de energía final (de 42,6 miles de toneladas equivalentes de petróleo en 1973 a 79,5 miles en 2000), las empresas se enfrentaban de una parte al nuevo escenario de competencia más abierta, lo que requería una mayor eficiencia, y de otra a una mejor distribución de las fuentes de energía, con una mayor preponderancia del gas natural, como combustible básico menos contaminante de utilización en las centrales de ciclo combinado (Figura 1). El objetivo era aumentar la eficiencia energética medida como consumo energético por unidad de PIB (Figura 2).

Figura 1. España. Fuentes de energía



Fuente: SGE

Figura 2. Consumo de energía



Fuente: SGE

Todo ello provocó intentos de creación de grupos *multiutility* en los que convivieran la producción de petróleo y sobre todo de gas y electricidad conjuntamente. A ello se añadió la preocupación por obtener una creciente cuota de mercado dentro de las energías renovables como base de la producción energética, derivada según algunos autores (Vega, 2005; Stock, 2007) del cumplimiento del protocolo de Kioto, que obligaba a España a bajar sus emisiones en un 15% entre 2008-2012 para retrotraerse a los niveles de 1990, lo que generó presiones sobre las empresas en ese sentido. Y si bien los logros de este proceso de liberalización energética europea fueron muy cuestionados por la propia Comisión⁶⁶ que llamó la atención sobre la falta de libertad de los usuarios a la hora de decidir; sin embargo la situación de desagregación de la actividad, así como la asignación de al menos un 25% del mercado local a operadores comunitarios, provocó que las empresas europeas disminuyeran sus márgenes de beneficio y emprendieran anticipadamente una activa expansión internacional (Rozas, 2009). En el caso de España, el mantenimiento de una tarifa regulada “política” no sensible a los costes y la compensación por la transición a la competencia, habían distorsionado el funcionamiento del mercado mayorista, impidiendo el desarrollo de la competencia minorista y los mercados a plazo, lo que había provocado que los consumidores no percibieran las señales de precio adecuadas (Vives, 2006). En este contexto, las energéticas españolas, cuyas grandes compañías estaban sometidas a una estricta regulación antimonopolio que impedía su crecimiento doméstico, vieron la necesidad de abrirse a otros mercados, comenzando por el de Latinoamérica, sometido a un proceso de privatizaciones de muchos operadores. Frente a otros gobiernos que promovieron grandes empresas nacionales (“*national champions*”) que pudieran operar en varios segmentos a la vez (gas, electricidad, petróleo), España cuidó bastante la competencia interior, saliendo el sector público de los principales operadores, que pasaron a ser gobernados como firmas enteramente privadas.

Como conclusión puede afirmarse que el proceso de liberalización del sector energético, si bien no logró incrementar la competencia; sí provocó una profunda y veloz reestructuración empresarial caracterizada por los siguientes rasgos: concentración empresarial, integración de negocios estratégicos, internacionalización y presencia de socios financieros; todo lo cual se tradujo en un aumento considerable de tamaño (Ariño, 2004).

⁶⁶ COM (2009) 115. Informe sobre los progresos realizados en la creación del mercado interior del gas y la electricidad. 11.03.2009.

1.1. El sector eléctrico

El proceso liberalizador modificó sustancialmente el mapa de las compañías eléctricas. El Marco Legal Estable (1988) reconocía diez subsistemas eléctricos que generaban electricidad, la introducían en la red de alta tensión y posteriormente tomaban de ella la cantidad necesaria para abastecer al mercado que tenían asignado. Cada uno de ellos se denominaba en función de su compañía matriz: Iberduero, Hidroeléctrica Española, Unión Eléctrica Fenosa, Sevillana de Electricidad, Fecsa, Enher, Hidroeléctrica del Cantábrico, Electra de Viesgo, Hidroeléctrica de Cataluña y Eléctricas Reunidas de Zaragoza (ERZ). Junto a estos subsistemas convivían dos empresas de ciclo completo (generación, transmisión, distribución y suministro), como eran Gesa en Baleares y Unelco en Canarias, quedando Endesa como compañía productora no integrada en ningún subsistema y Red Eléctrica encargada de planificar el sistema eléctrico nacional. Si bien, Endesa quedaba como compañía de generación, sin embargo también estaba presente en la distribución a través de las participaciones que mantenía en Unelco (99,6%), Gesa (55,3%), Enher (91,5%) y ERZ (62,7%).

La creación de los grandes grupos comenzó en 1991, cuando Iberduero e Hidroeléctrica Española (Hidrola), que a su vez controlaba Hidroeléctrica de Cataluña, se fusionaron, por medio de una OPA amistosa de la primera sobre la segunda, creando Iberdrola, en la actualidad el mayor grupo energético español. En ese mismo año, Endesa lanzó OPAs sobre Electra de Viesgo obteniendo el 87,6% de su capital y sobre un 23,7% de Sevillana de Electricidad, lo que le permitió alcanzar el 33,5% en total, y elevó su participación en Fenosa hasta el 10%, convirtiéndose en su máximo accionista. A principios de 1993, Fenosa adquirió en Bolsa un 5,8% de Hidrocantábrico, con la pretensión de crear un tercer grupo frente a Iberdrola y Endesa, pretensión que fue rechazada por los accionistas de la asturiana.

En 1993, la modificación del Marco Legal Estable de 1988, que introducía un complemento retributivo para todas las compañías que habían asumido una posición compradora en el intercambio de activos de 1985, supuso una reducción de ingresos para Endesa y un incremento para Iberdrola, Cantábrico y Sevillana (Rojas, 1994), lo que allanó el camino a un nuevo intercambio de activos, por el que las firmas más endeudadas (Iberdrola y Fenosa) vendieron activos a las menos endeudadas (Endesa y Cantábrico). Este intercambio incluyó la transferencia de paquetes accionariales, fortaleciendo Endesa su presencia, de forma que alcanzó el 40% de Fecsa, el 100% de Eneco, adquiriendo además un 6% adicional de Sevillana. Por su parte Iberdrola absorbió Hidroeléctrica de Cataluña, al llegar al 100% de sus acciones. Finalmente, en 1996, Endesa lanzó sendas OPAs sobre Fecsa y Sevillana, completando la agrupación de pequeñas empresas eléctricas en torno a cuatro grupos equilibrados en cuanto a capacidades de generación y suministro:

- Hidroeléctrica del Cantábrico, que generaba un 4,5% del total de electricidad y atendía a un mercado que representaba el 4% de la demanda.
- Unión Fenosa, que producía el 10% y detentaba una cuota de mercado del 16%
- Iberdrola con un 29,2% en generación y un 39% en distribución y suministro.
- Endesa, que producía el 46% de la energía eléctrica y atendía al 41% de mercado.

Simultáneamente a este proceso de concentración, se produjo la privatización de la propia Endesa, cuya primera OPV tuvo lugar en 1988, cuando el Estado colocó el 24,4% de acciones en el mercado, y la compañía empezó a cotizar en la Bolsa de Nueva York. A ésta le siguió la venta de otro 8,7% del capital en 1994, y concluyó en 1997 y 1998, año en el que el Estado se deshizo por completo de su participación en la eléctrica, reservándose la acción de oro por un período de 10 años.

1.2. El sector gasista y petrolero

La Ley 34/1998 estableció las bases para la liberalización del sector de hidrocarburos en España, tanto en sus actividades de refino como en las de transporte, almacenamiento y distribución, dejando libres a su vez los precios de los productos petrolíferos, con excepción del GLP. El desarrollo normativo posterior fue incidiendo en las medidas liberalizadoras, favoreciendo la competencia y culminando en 2003 con la privatización de la Compañía Logística de Hidrocarburos (antes CAMPSA) la última pública del sector. Anteriormente, en 1995 había desaparecido el Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH) que había traspasado a la SEPI sus participaciones en Repsol, Enagás, Sagane y Gas Natural, compañías aún no privatizadas. Precisamente el INH, como único accionista había dado a luz la marca Repsol en 1986, con intención de proceder a un proceso de privatización secuencial que se inició en 1989 con la colocación en Bolsa del 26% del capital. Tres años más tarde, en junio de 1992, el Instituto disminuyó su participación en un 10% adicional, a través de una emisión de bonos convertibles, 80% de los cuales ingresaron al canje, y a ésta le siguió una segunda OPV en 1993 por el 13,3% del capital, de forma que a finales de ese año, el 59,5% de la compañía ya se encontraba en manos privadas. El proceso de privatización concluyó entre 1995 y 1997, a través de las tres últimas OPVs por el 19,4% y 11% y 10% respectivamente. Al igual que en el caso de Endesa, antes de este último paso, en 1996 el Estado se reservó la denominada “acción de oro” por un período de diez años, por la que se requería autorización del Ministerio de Industria y Energía para la adopción de determinadas medidas, entre ellas la adquisición directa o indirecta de acciones que hicieran posible que un titular obtuviese y controlase una participación del 10% o superior en Repsol o cualquiera de sus participadas. Al final del proceso, como accionistas de referencia de la petrolera quedaron La Caixa, BBV y PEMEX con un 19% conjunto del capital..

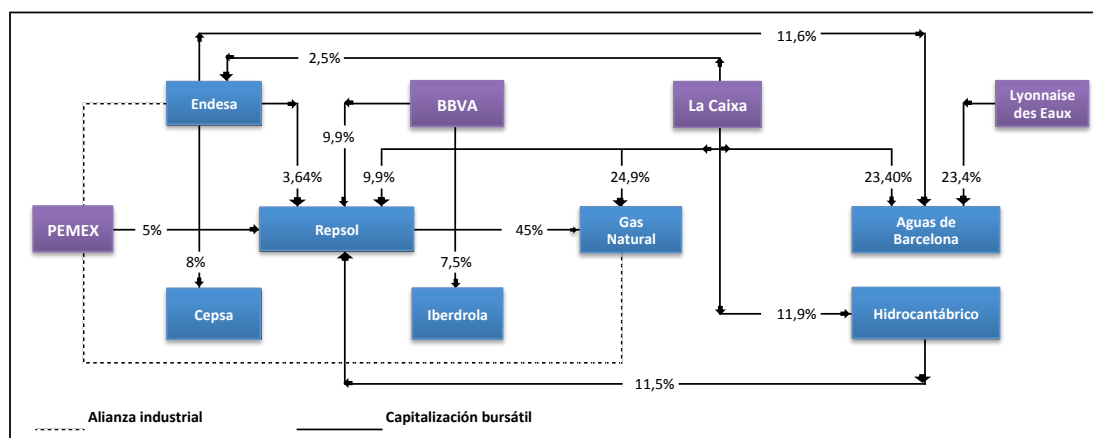
Por su parte Gas Natural nació en 1991 de la fusión de Catalana de Gas, Gas Madrid y de los activos de distribución de gas canalizado aportados por el grupo Repsol, quien junto con La Caixa quedó como accionista de referencia de la nueva gasística. En 1994 adquirió al INH el 91% de Enagás, que había nacido como empresa pública en 1972 con el objetivo de crear una red de gasoductos en España para implantar y extender el uso de gas natural en el país. Aunque dicha participación pasó al 100% en 1998, una vez designada Gestor Técnico del Sistema Gasista Español, Gas Natural se vio obligada a desinvertir como forma de garantizar su neutralidad ante todos los operadores del sistema gasista, lo conllevaba la limitación en cuanto a la participación de los operadores en la misma. Ello condujo a una OPV en 2002, donde Gas Natural colocó el 59,1% de las acciones, disminuyendo progresivamente su participación hasta el 5% en 2006, que era el límite impuestos por el regulador. Finalmente como condición para su fusión con Fenosa, la Comisión Nacional de la Competencia la obligó a salir del accionariado de Enagás, por lo que en 2009 vendió el 5% restante. Por último en cuanto a Cepsa, nacida ya como compañía privada en sus orígenes, accedió al mercado

minorista en 1991 con la segregación de las estaciones de servicio de Campsa, integrando Ertoil en 1997. Su accionariado en el que tradicionalmente se encontraba el Banco Central Hispano junto con la francesa Total, sufrió modificaciones a partir de 2002.

1.3. Evolución del mapa energético español

Concluido el proceso de privatizaciones, se perfiló un mapa en el que convivían cuatro grandes compañías eléctricas: Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa e Hidrocantábrico; dos gasistas: Gas Natural y Enagás (escindida en 2000) y dos petroleras, Repsol y Cepsa.

Figura 3. El mapa energético español en 1998



Fuente: Durán (1999). Multinacionales Españolas en Latinoamérica (p.156)

Sin embargo, enseguida se comprobó la inestabilidad del marco creado. La respuesta de las compañías a la liberalización del sector fue el lanzamiento de un nuevo proceso de concentración para hacerse más fuertes frente a la competencia, y el diseño de estrategias para acceder al gas natural, energía clave para las eléctricas, al ser el combustible de las modernas centrales de ciclo combinado. A pesar de dichos esfuerzos, casi todos los movimientos se fueron al traste, por el rechazo del Gobierno o por discrepancias entre accionistas y ejecutivos de las propias compañías.

El primer gran movimiento se produjo en 2000, cuando Unión Fenosa (la tercera compañía por cuota de generación), intentó tomar el control de Hidrocantábrico (la cuarta), operación que fue bloqueada por el Tribunal de Defensa de la Competencia. Finalmente en 2001, la compañía asturiana fue adquirida por Energías de Portugal (EDP) después de una larga lucha entre TXU, Electricité de France y RWE, quienes pujaron por su control. En el propio año 2000, se intentó la fusión de Endesa e Iberdrola, después de que Repsol previamente estudiara una OPA sobre la segunda, que finalmente se frenó por el rechazo de la Caixa⁶⁷. El objetivo era crear un gran líder nacional, capaz de competir con garantías en el mercado integrado europeo de la energía. Para dulcificar la operación en términos de competencia, se propuso un ambicioso plan de desinversiones que enajenaba la capacidad equivalente de Iberdrola y

⁶⁷ Diario Expansión. Mayo 2006. 20 movimientos corporativos. Kilovatio a golpe de fusión.

permitía la creación de dos nuevas empresas. Sin embargo, las condiciones de desinversión impuestas por el Gobierno en cuanto a *mix* de generación, distribución, gestión de la venta de activos y CTC (Costes de Transición a la Competencia) fueron demasiado estrictas para que las partes quisieran seguir con la fusión (Vives, 2006). Ya en 2003, Gas Natural intentó una toma de control de Iberdrola, basada en la convergencia entre gas y electricidad, que sin embargo fue bloqueada por el veto de la Comisión Nacional de la Energía, al apreciar peligros de transferencia de rentas de la actividad regulada a la libre; incentivos distorsionados para la empresa fusionada a invertir en expansión del gas, y de estabilidad financiera en las inversiones.

Entre 2004 y 2007 siguieron produciéndose movimientos en las operadoras energéticas del país, siendo los más significativos los de las constructoras nacionales, que en su proceso de diversificación y atraídas por el incremento esperado de las energías limpias y los incentivos a las mismas comienzan tomar posiciones en las firmas tradicionales como medio de alcanzar su objetivo de participación en renovables. En 2005, el grupo constructor ACS adquirió el 22,1% de Fenosa al grupo Santander, participación que amplió al año siguiente hasta el 40,5% a través de compras a los accionistas y una OPA sobre el 10% del capital. Ese mismo año adquirió el 10% de Iberdrola convirtiéndose en el primer accionista financiero, hasta que, por último, en julio de 2008 decidió consolidar su posición en esta última y vender su participación en Fenosa a Gas Natural. A finales de 2010, ACS había alcanzado el 20,2% del capital de Iberdrola, participación que consideraba estratégica de dentro de su política de diversificación. Para entonces Acciona era la constructora española líder en renovables, después de haberse quedado con la parte del león de las energías limpias de Endesa. Efectivamente, la OPA sobre la primera eléctrica española, por su complejidad y desarrollo, fue la operación más importante de todos los movimientos corporativos habidos en el sector energético. La inició Gas Natural al lanzar una OPA no solicitada en 2005, que desde el primer momento contó con la oposición del consejo de administración de Endesa, y que sin embargo fue aprobada por el Gobierno teniendo en cuenta la recomendación favorable de la CNE y la desfavorable del Tribunal de Defensa de la Competencia. Los movimientos defensivos de la eléctrica, quien elevó la cuestión a Bruselas al considerarla una operación de dimensión comunitaria, atrajeron la atención de otros operadores como la alemana E.On, quien en 2007 lanzó una OPA competidora autorizada por Bruselas, que a su vez fue superada en cuanto a precio por la del consorcio formado por la italiana Enel y la española Acciona, quedando ambas como nuevas propietarias de la eléctrica española en una proporción de 70% y 25%, permaneciendo en Bolsa un 5% de *free float*. E.On se llevó Viesgo, que era parte de Endesa, por 10.000 M€ y otros activos de ésta en Europa, mientras que en 2009 Acciona ejerció la opción de venta sobre su porcentaje, quedándose Enel con el 92% de la española, previa segregación a Acciona de los activos correspondientes a renovables. El último capítulo en la fusión de empresas españolas, se escribe en la OPA amistosa de Gas Natural sobre Unión Fenosa, en 2008 y que dio como resultado la fusión de ambas compañías, muy complementarias en sus actividades e inversiones en el exterior, ya que ambos habían concentrado sus esfuerzos en México, Centroamérica y Colombia, dotándoles la fusión de una masa crítica importante en dichos países.

En cuanto al sector de hidrocarburos, la toma de posición más importante fue la adquisición en 2006 del 20% de Repsol por parte de Sacyr Vallehermoso y la salida del Banco Santander de Cepsa, a través de la venta al fondo de Abu Dhabi IPIC del 25% de sus acciones, que posteriormente (2011) se hizo con el resto de las acciones al adquirir a

la francesa Total el 49% que poseía en la petrolera española y lanzar una OPA sobre la parte que no controlaba. En lo que se refiere a otras *utilities* españolas como Aguas de Barcelona, Lyonnaise des Eaux (posteriormente Suez Environnement) que en 1998 únicamente contaba con el 23% de las acciones, lanzó una OPA conjunta en 2008 junto con Critería, el grupo de inversiones de la Caixa pasando a controlar el 56%, para más tarde ampliar su participación en 2010 hasta un 75,7% del capital, quedando Critería CaixaCorp como socio minoritario con el 24,3% restante.

De todo lo anterior puede concluirse que el mapa dibujado a finales de los 90 se demostró altamente inestable por varias razones, entre ellas la ausencia de núcleos de control de las compañías privatizadas, el incremento de la importancia del gas natural en la generación eléctrica y la irrupción de la energía renovable. Estos elementos, por una parte contribuyeron a que las compañías energéticas quisieran establecer uniones entre sí para obtener masa crítica suficiente, mientras que por la otra atrajeron inversores de otros rubros, como la construcción, con intención de posicionarse en el sector de las energías limpias.

2. Internacionalización de las grandes compañías energéticas españolas

Como se ha apuntado, el proceso de liberalización y privatización de las empresas del sector trajo consigo limitaciones en cuanto a la expansión doméstica para evitar nuevas situaciones de monopolio. A la prohibición existente de que un mismo accionista participara con más de un 3% en dos empresas competidoras de un mismo sector o tuviera representación en ambos consejos de administración⁶⁸, se añadieron otras específicas del sector energético. En el caso de las eléctricas, una limitación a su expansión impidiendo elevar su presencia nacional en un plazo de cinco años para aquellas que generaran más del 40% de la energía (Endesa) y en un plazo de tres para quienes alcanzaran el 20% (Iberdrola). En el caso de las petroleras también se establecieron restricciones para la capacidad de apertura de nuevas estaciones de servicio a los principales operadores: cinco años para Repsol al superar el 30% de cuota de mercado y tres para Cepsa que superaba el 15%. Todas estas limitaciones alimentaron la necesidad de incrementar tamaño, eliminar la dependencia del mercado doméstico y abordar adquisiciones que complementaran las deficiencias productivas de las propias compañías. Este movimiento no afectó únicamente a las compañías españolas, sino que constituyó un fenómeno global en el que se vieron involucradas la mayoría de grandes firmas del sector y que alentó innumerables operaciones corporativas, como lo prueba el hecho de que durante el trienio 2005-2007, el sector energético fue uno de los que mayor volumen de fusiones y adquisiciones registró, alcanzando un récord de 623 mil millones de dólares en el último año⁶⁹. Sin duda España tuvo un protagonismo relevante, de tal forma que en esos años algunos de sus movimientos corporativos como las adquisiciones de Endesa por Enel, Scottish Power por Iberdrola o Unión Fenosa por Gas Natural, se han encontrado entre las 10 mayores europeas en los respectivos años en que se realizaron. El atractivo financiero del sector quedó de manifiesto con las inversiones del Private Equity, protagonista de algunas de

⁶⁸ Este principio se aplicó en dos ocasiones: la fusión BBV y Argentaria, y la alianza BBVA/Telefónica (Zafra, 2000).

⁶⁹ Thomson Financial. Informe Q4-2007

las grandes adquisiciones como la de Texas Utilities por KKR en 2007 (45.000 M \$) o la participación en numerosos proyectos de energía renovable en el mundo.

2.1. Latinoamérica

Aparte de aprovechar los procesos de privatización llevados a cabo por los gobiernos latinoamericanos, la región aportaba como atractivo el desarrollo de infraestructuras con la consiguiente necesidad de inversiones y acometida de los distintos tipos de energía. Todo ello sin contar con que según diversas estimaciones⁷⁰ Latinoamérica y el Caribe concentraban el 35% del total energético mundial (36% en fuentes hidroenergéticas, 27% de las reservas de carbón, 24% de las de petróleo y 8% de las de gas natural). Desde la perspectiva del cliente, el consumo por habitante de energía en Latinoamérica era tres veces menor que en España (Durán, 1999), lo que ofrecía buenas oportunidades de crecimiento a las empresas inversoras. De acuerdo a los datos de la Comisión de Integración Eléctrica Regional (CIER), que agrupa a los diez mayores países sudamericanos, desde que se inició la inversión extranjera en las *utilities* de la Región hacia 1990 hasta que se culminó desde aproximadamente en 2002, el consumo de electricidad por habitante pasó de los 1.396 Kwh a los 1.944 Kwh, lo que supuso un incremento del 43%, pasando la población con acceso al servicio eléctrico de un 77% a un 91%. Por países, Chile incrementó en ese mismo período el consumo de electricidad por habitante en un 186%, Perú en un 84% y Argentina en un 71%. El porcentaje de viviendas con acceso al servicio eléctrico pasó del 43% al 75% en Perú y del 78% al 91% en Brasil (Pizarro, 2004). De cara a futuro, en el conjunto de la Región se preveía un crecimiento anual del consumo del 4,5% para el período 2000-2020. Este déficit de consumo energético, en parte debido a la falta de acceso al servicio, no solo ofrecía una formidable oportunidad de crecimiento sino que también conllevaba fuertes inversiones en infraestructuras para hacerlo posible.

Por países, en Brasil la mayor parte de las privatizaciones de compañías de distribución de electricidad se llevaron a cabo entre 1996 y 1999, cuando el gobierno se vio incapaz de afrontar las fuertes inversiones que requería la expansión de la demanda en el país. De hecho, la mayoría de las que fueron transferidas al sector privado duplicaron sus programas de inversión en comparación a los niveles anteriores, cuando aún eran empresas públicas. Solo a partir de 2000 se privatizaron empresas generadoras y una parte sustancial de las de transmisión, que pasaron a manos de operadores norteamericanos y europeos, entre ellos Iberdrola, el líder español en el país. México fue la única economía importante de Latinoamérica que no hizo de las privatizaciones el eje central de su política energética, aunque con unas tasas de demanda superiores al 5% anual sí abrió el sector a la inversión extranjera estimulando la llegada e instalación de operadores internacionales, siempre y cuando las actividades emprendidas se relacionaran con la creación de capital físico y el aumento del stock de capital invertido en infraestructura básica. A estos efectos, las autoridades del país pusieron en práctica proyectos del tipo BOT (*Build, Operate and Transfer*), una modalidad de *Project Finance*, en los que el inversionista construye y opera la infraestructura por un determinado tiempo (25 años en el caso de México), en cuyo plazo recupera la inversión y obtiene una rentabilidad predeterminada, revirtiendo la obra al Estado una

⁷⁰ Ruiz Caro, A. Los recursos naturales en los tratados de libre comercio con EEUU. CEPAL 2005 p. 9.

vez finalizada la concesión.⁷¹ Esto hizo que tanto Iberdrola como Gas Natural y Unión Fenosa fueran licitadores bajo esta modalidad, generando al final del período más del 70% de la energía eléctrica producida por empresas privadas en el país.

Por último, en lo referente al cono sur, a mediados de los años 90 se presentaba un panorama claro con Argentina y Bolivia, como los países con grandes reservas de gas y petróleo, mientras que Brasil, Chile, Paraguay y Uruguay se perfilaban como los grandes importadores para esos mercados. En ese contexto, ambas, Argentina y Bolivia, representaban los grandes trampolines a un mercado regional que se desplazaba de una fuerte regulación y control a una etapa de desregulación y privatización. Repsol fue con diferencia la compañía más activa en Argentina, en un proceso que inició en 1996 con la participación en Astra y concluyó en 1999 con la toma de control de YPF, la primera productora de petróleo del país. Por último, en cuanto a Chile, el país había privatizado los grandes grupos eléctricos en la segunda mitad de los años ochenta, y estos se habían internacionalizado más que ningún otro de la región de forma que a mediados de los noventa, Enersis, la mayor eléctrica, contaba con importantes participaciones en empresas energéticas de Perú, Colombia, Argentina y Brasil. Ello despertó el interés de las empresas europeas, en concreto la española Endesa, que se hizo con el control del grupo a través de sucesivas adquisiciones de paquetes accionariales entre 1997 y 1999. Sin embargo, el reverso de este masivo proceso de inversión fue la subsiguiente inestabilidad de estas economías, que hizo que los mercados bursátiles no valoraran positivamente estas inversiones, afectando seriamente al precio de la acción de las grandes eléctricas entre 1999 y 2003. A partir de esa fecha, el alza continuada del precio del barril de petróleo desde los 25 \$ en 2003 hasta superar los 140 \$ en 2007, impactó positivamente en la mayoría de países de la Región con una posición exportadora neta como Argentina, Colombia, Ecuador, México y Venezuela, país este último que duplicó sus ingresos por este concepto en 2007 respecto a los niveles de 2000-2003.⁷² En otros países, como Brasil y Perú, este alza del precio del crudo unido al esfuerzo inversor en la materia, hizo que de ser energéticamente deficitarios pasaran a convertirse en autosuficientes.

2.2. Europa y Estados Unidos

La liberalización del mercado energético europeo abrió expectativas de operaciones transnacionales entre los operadores del Continente que, con excepciones, no se materializaron, entre otras razones por la intervención de los Estados, muchos de ellos accionistas de referencia, que quisieron preservar el control de sus empresas nacionales. Alguno de los movimientos más significativos afectaron a las eléctricas españolas, como la toma de Endesa por Enel o la adquisición Scottish Power por parte de Iberdrola en 2007. A lo largo del período también hubo movimientos de menor calado, como la participación que Iberdrola mantuvo en la portuguesa EDP (Electricidade de Portugal), firma que a su vez logro hacerse con Hidrocantábrico en 2002, o la adquisición de activos de la antigua Viesgo por parte de E-On como parte de los acuerdos para su salida de la puja por Endesa. De igual forma las eléctricas españolas actuaron en el resto

⁷¹ Internacionalización y estrategias empresariales en la industria eléctrica de América Latina. Rozas Balbontín. P: Cepal (2008)

⁷² Altomonte, H. América Latina y el Caribe frente a la coyuntura energética internacional. Cepal 2008.

de Europa con adquisiciones de menor calibre, todas ellas realizadas entre 2004 y 2007 tras la inversión en Latinoamérica. Sí tuvo un mayor componente transnacional la inversión en energías renovables, que experimentó un crecimiento exponencial durante la década de los 2000 y en la que los operadores españoles fueron especialmente activos en el exterior, sobre todo por parte de Iberdrola o Acciona Energía en países como Francia, Italia, Grecia y Hungría.

En cuanto a Estados Unidos, tras la crisis de Enron en 2002 que puso de manifiesto el déficit inversor de las eléctricas americanas, se abrió igualmente una nueva vía de desarrollo a través de las energías limpias, impulsada asimismo por la nueva Administración Demócrata de 2008. Ello indujo a la inversión de algunas empresas europeas como la danesa Vestas, líder de renovables, en las que también intervinieron las españolas Iberdrola o Acciona Energía, siendo la adquisición de Energy East, la inversión más significativa.

3. Repsol

La internacionalización de Repsol, vía adquisiciones, se centró fundamentalmente en cuatro países: Argentina, Perú, Brasil y Portugal; siendo el primero de ellos, el que a finales de 2007 había absorbido más de tres cuartas partes del total de la inversión. Las primeras incursiones exteriores de relevancia datan de 1996, cuando la española adquirió una mayoría de control en la argentina Astra, y en las peruanas Limagás, y Energás y Peruana del Gas; adquisiciones a las que siguieron varias más, y que culminaron con la OPA YPF en 1999, la mayor operación corporativa de la historia empresarial española hasta entonces, y con la que Repsol se convirtió en la empresa de mayor capitalización de la Bolsa de Madrid, incluso por delante de Telefónica.

3.1. Argentina.

Adquisiciones previas a YPF

En 1996, Repsol adquirió, por un importe de 361 M \$ (282 M €), el 37,75% de Astra Compañía Argentina de Petróleo S.A., la quinta petrolera del país con una cuota de mercado del 5% y una participación del 60% en la refinería La Pampilla, una de las mayores de Argentina. A pesar de no alcanzar la mayoría absoluta en cuanto a número de acciones, los acuerdos de compra le permitieron nombrar la mayoría del consejo de administración, y con ello detentar el control de la sociedad. La participación se fue incrementando en los meses posteriores mediante compras a distintos socios, hasta alcanzar en 2000 el 99,36%, con una inversión total aproximada de 764 M €. Seguidamente, en enero de 1997, y a través de la propia Astra, adquirió el 45% de Pluspetrol Energy, dueña de alguno de los principales yacimientos gasíferos en el Noroeste de Argentina y ampliamente internacionalizada, con yacimientos en Túnez, Argelia y Perú. A ésta le siguieron las compras de Algás y Poligás (vendidas con plusvalías en 1998), reforzando su presencia en el mercado gasífero con el 11,3% de Gasa, el holding que controlaba Metrogas, la distribuidora de Buenos Aires y su área metropolitana. Finalmente, con el propósito de robustecer el segmento de distribución, Repsol, que ya poseía el 31,5% de EG3 a través de Astra, adquirió en 1997, un 60,4% adicional de esta firma por un importe de 205 M €, obteniendo así el control de la cuarta refinadora y comercializadora de combustibles, con una red de 710 estaciones de servicio y el 12% del mercado argentino, solo por detrás de YPF, Shell y Esso. Tras esta

adquisición, al año siguiente puso en marcha un ambicioso plan para alcanzar las 1.050 de estaciones de servicio en el país, con una inversión de 400 M \$, estrategia que buscaba no sólo aumentar el porcentaje de participación en el mercado local, sino además fortalecer la política de precios de la compañía⁷³.

Adquisición de YPF

En junio de 1999 culminó con éxito la OPA lanzada por Repsol sobre la totalidad de las acciones de la argentina YPF (Yacimientos Petrolíferos Fiscales), la mayor compañía de petróleo y gas de Latinoamérica. Se cerraba así un proceso iniciado nueve meses antes, cuando el gobierno argentino confirmó su intención de vender el 14,99% de YPF, invitando entonces a varias compañías a optar a la compra de dicho paquete. Seis empresas aceptaron participar en la subasta convocada, resultando Repsol la firma adjudicataria un precio de 38 dólares por acción, el mínimo fijado por el Gobierno. El monto total de 2.011 M \$, se instrumentó mediante un contrato de compraventa de acciones con la República Argentina. En aquella fecha, la cotización de la acción de YPF era de 30,9 \$ y el precio del crudo estaba en 11,7 \$/barril. Se trataba por tanto un momento muy difícil, con el petróleo bajo mínimos y la crisis bursátil brasileña, que entrañaba riesgos de contagio para Argentina, en su momento más delicado. No fue sin embargo hasta abril siguiente, ya con el petróleo a 18 dólares/barril, cuando Repsol lanzó la OPA sobre el 85,01% adicional de YPF a un precio de 44,78 \$ por acción, lo que suponía una prima del 25% sobre el precio del mercado. Por fin, en junio, fecha de cierre de la OPA, Repsol adquirió el 82,47% del capital restante por un precio total de 13.036 M \$. Como consecuencia de todas estas operaciones, a 31 de diciembre de 1999, Repsol había alcanzado el 97,81% del capital de YPF, con una inversión total de 14.195 M € (14.909 M \$), generando en su balance un fondo de comercio de 3.580 M €. Contrariamente a la opinión popular de que el Estado argentino había enajenado la mayor empresa del país a una firma española, debe notarse que en el momento de la compra, YPF ya estaba en manos extranjeras, por cuanto aproximadamente un 46% de las acciones de YPF pertenecían a fondos de inversión y bancos no argentinos, que las habían adquirido a raíz de su salida a Bolsa en Nueva York y Buenos Aires tras su privatización en 1993.⁷⁴

La operación de compra de YPF fue financiada mediante una ampliación de capital de Repsol, por valor de 5.665 millones de Euros, que constituyó la mayor emisión primaria en el mercado del petróleo hasta entonces, más una emisión de bonos en el euromercado por un importe total de 7.650 millones de Euros. Desde el punto de vista financiero, ambas cifras resultaban astronómicas en comparación a la capitalización de Repsol antes de acometer la operación, y que a finales de 1998 ascendía a 13,648 M € con una deuda de tan solo 3.534 M €. Por tanto, la adquisición de YPF, no solo precisó de una ampliación de capital por parte de Repsol equivalente a un 50% de su valor en Bolsa, sino que supuso multiplicar por tres su deuda. A pesar de este impacto financiero, el mercado consideró que estratégicamente la operación tenía sentido, y durante el año 1999 la acción de Repsol se revalorizó en un 52%, la mayor de su historia. Efectivamente, la compra de la petrolera argentina dotaba al grupo de un equilibrio del que anteriormente carecía entre el *Upstream* (Exploración y Producción) y el *Downstream* (Refino, Venta y Distribución), que se beneficiaba de la integración vertical de la producción y consumo de gas natural y GLP (Gas Licuado de Petróleo).

⁷³ “Qué Pasa”. Diario La Nación 9-10-1998

⁷⁴ Un repaso a la historia de YPF. Diario El Tribuno. 17.04.2012

Las actividades eran complementarias, y mientras la mayor debilidad de Repsol se encontraba en los bajos niveles de reservas de hidrocarburos, concentrando 42% de su actividad en refinó y marketing, 27% en gas y sólo un 23% en exploración; la mayor fortaleza de YPF residía precisamente en el *upstream*, con exploración y producción representando el 64% de su actividad, que solo concentraba un 32% en refinó y marketing. Tras la integración los activos del grupo resultante quedaron distribuidos en un 39% en exploración y producción, un 38% en refinación y comercialización y un 16% en gas. El presidente de la compañía declaró que “como resultado de la adquisición de YPF, Repsol ha dado un paso gigantesco para convertirse en una compañía mucho más grande, más equilibrada y con más capacidad de crecimiento”⁷⁵.

Efectivamente, la dimensión era un aspecto importante para la española, hasta entonces una firma menor en el panorama energético internacional, en el que se había iniciado un proceso de consolidación importante (Exxon y Mobil, Conoco/Phillips Total/Fina/ELF, etc.). La nueva compañía contaba con unas reservas reconocidas de 4.535 millones de barriles (5 veces más que las de Repsol antes de la adquisición, y su producción se elevaba a 1 millón de barriles diarios, con una capacidad de refinó de 1,2 millones de barriles/día y 7.200 puntos de venta en todo el mundo (Figura 4), lo que unido a las ventas de gas natural, la colocaban entre las diez mayores petroleras integradas del mundo. Incluso dentro del panorama español, en 2000 Repsol superó a Telefónica, como primera empresa española por beneficios. Pero además de la mejora en la calidad de los activos (Repsol había dejado de ser una petrolera sin petróleo), la adquisición de YPF dotó a la española de un mayor equilibrio accionario y tras la ampliación el capital social, tanto BBVA como La Caixa (directa e indirectamente a través de la tenedora Repinves) y Pemex se mantuvieron con participaciones entre el 5 y 10%, mientras que el 32,5% se encontraba en manos de empresas, particulares, empleados y fondos de inversión españoles, un 15,9% lo poseían fondos de inversión estadounidense y un 17,2%. A finales de 2002, el accionariado internacional de Repsol ascendía al 45,5%, liderado por Pemex con un 4,08%.

Los problemas derivados de la adquisición llegaron con la crisis de Argentina (2001-2002), país donde una vez absorbida YPF, Repsol concentraba la mayor parte de sus activos. La devaluación del peso afectó de forma distinta a los diferentes activos de YPF, así los denominados en pesos (Marketing, Gas Licuado de Petróleo – GLP- y Gas Natural y Electricidad) que representaban un 12,2% del total, se vieron devaluados en un 41,2%, mientras que los denominados en dólares (Exploración, Producción, Refinó y Química) no sufrieron devaluación. En total, entre 2001 y 2002, Repsol ajustó su patrimonio neto en 2.552 M € por diferencias de cambio, mientras que las provisiones por depreciación de activos, por insolvencias y por gastos financieros, minoraron el resultado neto de los ejercicios 2001 y 2002 en otros 957 M y 188M € respectivamente⁷⁶. En total puede considerarse que la crisis argentina le costó a Repsol un total de 3.697M €, una cifra significativamente superior a los 2.738 M calculada por Giráldez Pidal⁷⁷. La magnitud de estas pérdidas tuvo su reflejo en la cotización bursátil de Repsol YPF, cuyo precio por acción pasó de 23,02 € a finales de 1999, a 12,60 € a finales de 2002, una pérdida superior al 45%. Una vez estabilizada la situación

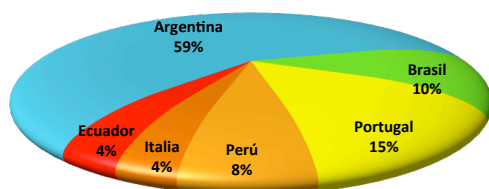
⁷⁵ La compañía más grande del país ya es de los españoles”. Diario La Nación 25-06-1999

⁷⁶ Informe Anual Repsol 2002 p.58

⁷⁷ Probablemente la diferencia es debida a que la prof. Giráldez Pidal sólo considera el impacto del año 2001 y no de ambos (2001 y 2002). La Internacionalización de las empresas españolas en América Latina (Giráldez Pidal, 2002)

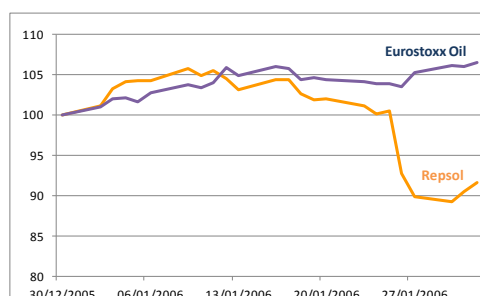
argentina, los resultados de la compañía volvieron a la senda del crecimiento en los años siguientes, únicamente perturbados en 2006 por el reconocimiento de menores reservas probadas, debido al cambio de legislación en Bolivia, que atribuía todas las reservas de gas natural al Estado y a las nuevas estimaciones en Argentina, consecuencia de la incertidumbre sobre las prórrogas automáticas de sus concesiones (terminándolas en 2017 en lugar de 2027 como se había contabilizado, así como de otras revisiones ordinarias anuales⁷⁸ . En total, la reducción fue de 1.245 millones de barriles equivalentes de petróleo (bep), equivalente a un 25% de las reservas declaradas a finales de 2004. Si bien este ajuste no tuvo un impacto significativo en los resultados inmediatos, sin embargo condujo a una pérdida de valor de la acción a principios de 2006 (Figura 5) debido al debilitamiento de las perspectivas a largo plazo de la compañía; caída que se vio paliada en cierta forma por el constante incremento del precio del crudo, que prácticamente se dobló entre 2005 y 2007, llegando a superar los 140 dólares por barril a finales de este último año.

**Figura 4. Puntos de venta de Repsol
En L.A. tras la adquisición de YPF**



Fuente: Repsol. Informe Anual 1999

**Figura 5. Repsol. Precio de la Acción
Enero 2006**



Fuente: Datastream

Finalmente en diciembre de 2007, las presiones del gobierno argentino, unidas a la liquidez que Repsol precisaba para sus nuevas exploraciones, hicieron que la compañía abriera la vía de entrada a otros accionistas en el capital de YPF, anunciando la venta del 14,9% de la misma al grupo argentino Petersen, representado por el inversor Eskenazi, con una opción de compra de un 10,1% adicional ejecutable hasta 2012. Esta medida, aparte de aliviar las tensiones existentes desde la privatización de YPF, por lo que se consideraba una “invasión extranjera” en los recursos del país, buscaba poner en valor el conglomerado Repsol-YPF como suma de las partes, contribuyendo así a una mejor valoración de la empresa por parte del mercado. El precio pagado (2.235 M \$) suponía valorar YPF en 15.000 M \$, una cifra muy similar a la abonada por parte de Repsol en 1999. Adicionalmente, la española anunció su intención de realizar una Oferta Pública de Venta por un 20% adicional de YPF, aunque con la idea de seguir como socio de referencia, manteniendo el control de al menos un 51% del capital de la argentina. Ya fuera del periodo de estudio, en noviembre de 2010, Repsol registró en la SEC, el regulador norteamericano, la venta de un 15% de acciones de YPF con el objeto de aumentar la liquidez de la sociedad, dotándola de una mayor *floating* en Bolsa. Dicha colocación se produjo en 2011, lo que unido a la ejecución de la opción de compra por parte del grupo Petersen, dejaron la participación de la española reducida al 57,4%, quedando Petersen como segundo mayor accionista con el 25,5%, ampliándose el *free float* al 17% restante. Esta era la situación previa al decreto de nacionalización de YPF de abril de 2012, por el que se expropió el 51% a Repsol, quedando ésta con una participación residual del 6,43%.

⁷⁸ Errores de cálculo en Repsol YPF. El País. 05/02/2006

3.2. Otros países de Latinoamérica

Brasil y Bolivia

El control de Astra y Pluspetrol primero, y de YPF, después, le permitió al grupo Repsol el acceso a las principales reservas de gas de Argentina y Bolivia, destinada a abastecer el mayor mercado energético de la región, **Brasil** (Rozas, 2001). El interés por este último país, llevó a la petrolera española a realizar una permuta de activos con Petrobras en 2001, por la que ésta cedía a Repsol 240 estaciones de servicio, situadas en las regiones centro sur y sudeste de Brasil 30% de la refinería REFAP en Rio Grande do Sul así como el 10% en el campo de crudo de Albacora Leste, todo ello por un importe de 625 M €. A cambio Repsol le cedió su participación en las estaciones de servicio Eg3 en Argentina, lo que a su vez permitía a Petrobrás convertirse en el cuarto operador en el país con una cuota de mercado cercana al 11%. Ya en 2005, Repsol resultó ganadora de 16 áreas de exploración en aguas de Brasil, en las cuencas productivas Campos, Espírito Santo y Santos, bloques que se sumaban a los 8 que ya poseía en el país, convirtiéndose la española en la segunda petrolera más importante de Brasil.

En cuanto a **Bolivia**, YPF ya estaba presente en el país tanto en exploración de campos petrolíferos como de gas. En febrero de 2001, Repsol YPF llegó a un acuerdo de permuta de activos con la argentina Pecom Energía, que entre otros incluía el 20,25% de la petrolera boliviana Andina, que unido al porcentaje que ya tenía y a la adquisición a Pluspetrol de otro 9,5% por 154 M €, le permitió a Repsol superar el 50% de Andina y controlar la sociedad. En 2007, como consecuencia del decreto de nacionalización de hidrocarburos, la petrolera se vio obligada a traspasar algunas acciones de Andina a la compañía estatal boliviana YPFB, logrando que la participación del Estado en Andina creciera por encima del 50%. Desde entonces, la empresa, clave en la exportación de gas boliviano a Argentina y Brasil, se rige por un modelo cogestión público-privada, donde el Estado boliviano es propietario del 50,4% y Repsol YPF posee el 48,9% de las acciones. Ello permitía a la española tener una importante presencia en el país, con unas reservas estimadas a finales de 2007 de 102 Mbep.

Caribe

En 2000, Repsol cerró un acuerdo con British Petroleum para la compra del 10% de los activos de *upstream* que esta empresa tenía en **Trinidad y Tobago**, y que incluía una opción de compra de un 20% adicional, que ejerció en 2003. La inversión total en dicha participación ascendió a 1.294 M €. Además Repsol participa junto a BP en varias plantas de gas natural licuado en el país, que le permiten el suministro a EEUU y varios países del Caribe. Por último en **Venezuela**, Repsol está presente por inversión directa en exploración desde 1994. En 2006, dentro del programa de cogestión de hidrocarburos, el Ministerio de Energía y Petróleo aprobó la constitución de la empresa mixta de petróleo Petroquiriquire con la participación de Repsol del 40% y de de Petróleos de Venezuela del 60% y Quiriquire Gas, con una participación de Repsol del 60% y de PDVSA del 40%.

Perú y Ecuador

Uno de los países en los que inicialmente invirtió Repsol fue **Perú**, donde en 1996 compró el 42,8% de Refípesa (refinadores del Perú), sociedad que participaba en el 60% del consorcio que gestionaba la refinería de La Pampilla, una de las mayores del país. A ésta le siguieron las adquisiciones del 60% de Solgás, Limagás y Energás, en el segmento de los GLPs lo que le permitió a Repsol alcanzar un 42% de cuota de mercado peruano. En 2005 realizó dos adquisiciones adicionales, LNG, una empresa de licuefacción y otra de transporte gas. Además contaba con una red de más de 300 estaciones de servicio propias y afiliadas. En **Ecuador** se encontraba presente a través de Duragás, líder en la distribución de GLP, que a finales de 2007 tenía una cuota de mercado del 38% e igualmente en exploración participaba en el Bloque 16, cerca del parque de Yasuní.

3.3. Otras adquisiciones

En 2004 Repsol adquirió a Shell las 303 estaciones de servicio que ésta tenía en **Portugal**, ampliando así hasta 426 las existentes y convirtiéndose en el tercer operador del país con una cuota de mercado del 19%. En ese mismo año compró Borealis Polimeros, que complementó con la adquisición en 2005 de Shell Portuguesa y Shell Betumes, dedicadas a los negocios de márketing y logística. La inversión total en las cuatro adquisiciones ascendió a 775 M €, lo que le permitió a la española fortalecer su posición en el *downstream* del país vecino. Finalmente, en 2006, Repsol adquirió un 10,1% de West Siberian Resources, empresa cotizada en la bolsa sueca, y que le daba acceso a una cartera de activos de alto valor en Rusia, en lo que parecía el inicio de una diversificación geográfica lejos del continente americano.

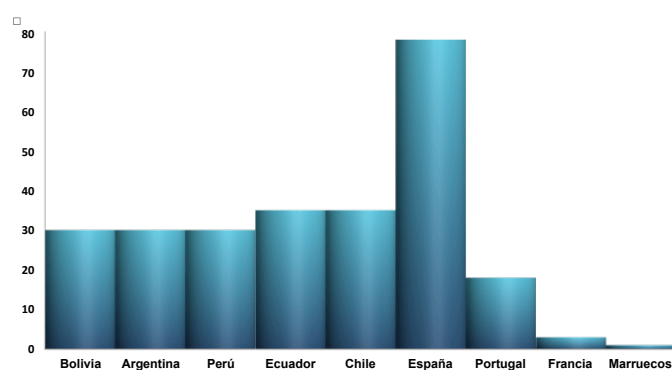
3.4. Posición de Repsol al final del período

La internacionalización de la compañía no solo provocó la lógica diversificación geográfica de los resultados sino que trajo consigo un mayor equilibrio entre sus actividades de *upstream* (exploración y producción) y *downstream* (refino y marketing). Mientras en 1998, primer año en que consolida los ingresos de sus adquisiciones, estos sumaban 2.367 M €, en 2007 ya habían pasado a 14.657 M €, fundamentalmente provenientes de sus operaciones en Argentina y Brasil, pero también en otros países como Ecuador, Perú o Bolivia, todos ellos provenientes en general de la adquisición de YPF. En cuanto al resultado éste no tuvo un reflejo paralelo al incremento de ingresos debido a la disminución de la contribución de YPF que fue languideciendo a lo largo del período y de los más de 3.000 M € que aportó en 2000, justo antes de la crisis argentina paso a los 1.412 M €, algo menos de la mitad en 2007. En cuanto a distribución, Repsol YPF contaba con una red total de 6.514 estaciones de servicio en todo el mundo, 3.146 de ellas fuera de España (Figura 6). A mediados de 2007 Repsol tenía una cuota de mercado del 54% de mercado, Cepsa el 25,6% y BP el 8,3%, estimándose que entre las tres vendían el 86% del carburante que se consumía en España.

Dimensión y Control Accionarial

A pesar de su expansión internacional, a finales del período la dimensión de Repsol no alcanzaba la de sus mayores competidores internacionales. Mientras en 1999 tras la adquisición de YPF se había convertido en la octava petrolera del mundo, el fuerte crecimiento de las compañías de bandera de los países emergentes, unido a los procesos de concentración de las empresas del sector, relegaron a la española al puesto 16 (Tabla 1) de forma que sus ingresos a finales de 2007 eran la mitad que la italiana ENI, un tercio de la francesa Total o menos de la cuarta parte que la británica BP, por citar sus más directos rivales europeos. Esto, unido a la inestabilidad de su participación en YPF y a la falta de un núcleo duro y cohesionado de accionistas dentro de la compañía, dio pie a especulaciones sobre la viabilidad de su futuro como compañía independiente.

Fig. 6. Repsol. Cuota de Mercado de Marketing por países.



Fuente: Repsol Informes Anuales

Tabla 1. Mayores petroleras por ingresos en 2007

Posición	Empresa	Capitalización (M\$)
1	Exxon Mobil	373
2	Shell	356
3	BP	291
4	Chevron	211
5	Total	187
6	Conoco	179
7	Sinopec	159
8	China Petrol.	130
9	ENI	120
10	Pemex	104
11	Gazprom	97
12	Valero	97
13	Statoil	89
14	Petrobras	88
15	Lukoil	69
16	Repsol	67

Fuente: Fortune 500. Julio 2008

Seguidamente al vencimiento en 2006 de la “acción de oro” que el Estado detentaba en la petrolera, la constructora Sacyr tomó una participación del 20,1%, convirtiéndose en el mayor accionista privado de Repsol, junto a Criteria Caixa Corp (14,29%), Pemex (4,90%), Chase (9,83%) y Axa (4,21%). Posteriormente al período de estudio, la inestabilidad accionarial continuó, forzando a desinversiones parciales en Argentina y Brasil para abordar la explotación de los nuevos yacimientos y a la vez conformar a una parte del accionariado que exigía un mayor reparto de dividendo. La inestabilidad accionarial culminó con la recompra de sus propias acciones (10%) a Sacyr a finales de 2011 y con la expropiación de YPF por parte del gobierno argentino en abril de 2012, esta última con negativas consecuencias para el precio de la acción.

Situación financiera

A finales de 2007, la capitalización de Repsol alcanzaba prácticamente los 30.000 M € y su EBITDA los 9.000 M €. El fondo de comercio registrado en libros ascendía a 3.422 M €, más de dos tercios de los cuales provenían de la adquisición de YPF. A pesar de su cuantía, este fondo resultaba muy inferior a la diferencia entre la capitalización bursátil y el valor contable de la compañía (19.162 M), indicativo de que la valoración a finales de 2007 (24,38 €/acción) lo reflejaba más que suficientemente. En cuanto a la deuda financiera neta, ésta se situaba en 7.000 M, que en proporción al EBITDA era significativamente inferior a la de sus competidores directos. Sin embargo, los descubrimientos de nuevos yacimientos y la inversión necesaria para su exploración pusieron de manifiesto la necesidad de financiación adicional para poder acometerlos, de ahí la posterior venta del 40% de sus operaciones en Brasil a la China Sinopec, para reforzar su estructura de capital.

4. Iberdrola

La expansión internacional del grupo comenzó en 1993, poco después de la constitución de Iberdrola, como integración de Iberduero e Hidroeléctrica Española, con la adquisición del 60% de la central de Güemes en Argentina, que abastecía la región noroeste del país. A ésta le siguieron dos distribuidoras de electricidad en Bolivia, Electropaz y Elfeo Bolivia, y en 1996 las generadoras Tocopilla y Colbún en Chile, desinvertidas en 2000 al igual que la primera participación de Argentina. Durante casi todo el período de estudio la internacionalización se centró en Latinoamérica, singularmente en Brasil y México, y sólo al final optó por diversificarse mediante adquisiciones en países desarrollados, destacando por su envergadura las de Scottish Power en Reino Unido, anunciada en 2006 y ejecutada en 2007, y la de Energy East en Estados Unidos, anunciada en 2007 y ejecutada al año siguiente.

4.1. Latinoamérica

Brasil

La primera gran operación del período en Latinoamérica se registró en 1997, cuando el consorcio Guaranina, en el que junto a Banco do Brasil y el fondo de pensiones Previ, participaba Iberdrola con un 39%, se adjudicó el concurso para la privatización del 51,8% de la Compañía Eléctrica de Bahía (Coelba), alcanzando un acuerdo para la gestión de dicha sociedad, y asumiendo la propia Iberdrola el papel de operador de la misma. El precio pagado por su participación se elevó a 624 M \$. En diciembre de ese mismo año, un nuevo consorcio con socios brasileños, en el que Iberdrola participaba en un 25%, se adjudicó el 78% de la Compañía Energética de Río Grande del Norte (Cosern), asumiendo igualmente el papel de operador de dicha sociedad. Las posteriores OPAs sobre ambas empresas por parte del consorcio en 2000, hicieron que Iberdrola elevara su participación en Coelba hasta el 42,8% y en Cosern hasta el 40,0%. Ambas adquisiciones supusieron ampliar en más de un tercio la base global de clientes de la eléctrica española (Tabla 2), representando a la vez una base sólida de penetración en Brasil al servir a un área con una población equivalente a la que la compañía tenía en España. A estas adquisiciones se les añadió en 2000 la Compañía Energética de Pernambuco (Celpe) que el consorcio Guaranina se adjudicó en concurso, adquiriendo posteriormente acciones, elevando la participación del grupo de control al 85,1%. La inversión de Iberdrola fue de 419 M €.

Tabla 2. Magnitudes de Cosern y Coelba comparativas con Iberdrola España de 1997

Detalle	Cosern	Coelba	Iberdrola España
Clientes	590.769	2.320.015	8.012.043
Energía Facturada	2.084	7.985	54.695
Población (Millones)	2,7	12,5	16,3
Empleados	1.439	4.428	12.078

Fuente Memoria Anual.

Sobre estos tres pilares, Iberdrola alcanzó a finales de 2000 una base de de 6 millones de clientes, lo que representaba una cuota del 40% del mercado de electricidad de la zona noreste de Brasil, y un 6,5% de cuota sobre el total del país. La compañía, en conjunción con el consorcio Guaraniana, continuó desarrollando proyectos de centrales de

generación de energía eléctrica con el objetivo estratégico de reducir el riesgo de los negocios de distribución, garantizando de esta forma el autoabastecimiento a largo plazo de las filiales brasileñas de distribución. Como consecuencia de esta política, en 2002 entró en funcionamiento la central hidroeléctrica de Itapebí (450 MW), en 2003 Termopermanbuco (520 MW) y en 2004 TermoAçu (340 MW). La primera suponía

asegurar el abastecimiento de su distribuidora Coelba en el Estado de Bahía, mientras que la segunda permitiría abastecer el 50% de la energía consumida en el estado de Pernambuco, equivalente a un millón de clientes. Por su parte TermoAçu, considerado el mayor proyecto de cogeneración de América Latina, supliría el 70% de la demanda energética del estado de Rio Grande do Norte. Esta concentración del negocio en la zona noroeste de Brasil, hizo que la firma vasca desinvertiera de dos gasísticas en el estado de Río de Janeiro (CEG y CEG Río) que había adquirido en 1997, mediante la venta de su participación a Gas Natural en 2002. A finales del período (2007), Iberdrola daba servicio a más de 8 millones de clientes en Brasil, y los 530 M € de EBITDA de sus operaciones en el país representaban el 60% del resultado de Latinoamérica y el 9,6% del total del grupo.

México y Guatemala.

La segunda subregión sobre la que se basó el crecimiento en el continente fue Centroamérica, concretamente México y Guatemala, país este último donde en 1998 y en consorcio con EDP (Eletricidade de Portugal), adquirió el 80% de Empresa Eléctrica de Guatemala por 520 M \$, una empresa con más de medio millón de clientes y cuyo output representaba el 72% del total del consumo del país. Un año más tarde, en 1999 se produjo la entrada en México al adjudicarse la construcción y explotación de una central térmica de ciclo combinado en Monterrey con una potencia inicial de 489 MW y una inversión de 270 M \$, que complementó con la construcción de una nueva planta generadora de electricidad y vapor de 500 MW y una inversión de 296 M \$, necesaria para hacer frente a un contrato de suministro por 25 años con las empresas mexicanas Alfa y Pegi. Ello le permitió elevar hasta los 1.000 MW su potencia instalada en el área de Monterrey. Ese mismo año también se adjudicó un contrato de compraventa de energía con la Comisión Federal de Electricidad de México por el que Iberdrola construiría una central de ciclo combinado de 1.036 MW en Altamira para su incorporación al parque generador en 2003, con una inversión total de 590 M \$. Ya en 2001, Iberdrola adquirió Enertek, una empresa igualmente en el área de Monterrey con instalaciones de cogeneración a combustible de gas con 120 MW de potencia instalada, por la que pagó 109 M \$. Esta adquisición, unida a la culminación de las plantas generadoras iniciadas hizo que en 2002 Iberdrola se hubiera consolidado ya como el primer productor privado de electricidad en México. En ese mismo año se adjudicó la construcción y explotación de La Laguna II, una nueva central de ciclo combinado, de 500 MW de potencia, cuya inversión se cifró en 350 M \$, a la que siguió a finales de 2003 Altamira V, el mayor proyecto de generación licitado en México para ser desarrollado por iniciativa privada, y que involucró una inversión de 550 M \$. Por último en 2004, Iberdrola volvió a adjudicarse un contrato por 500 M \$ para desarrollar, construir, operar y mantener la central de ciclo combinado de Tamazunchale de 1.135 MW, inaugurada en julio de 2007, completando así un total de potencia instalada de 4.950 MW de potencia instalada en México, casi el 80% del total que tenía en Latinoamérica. Además, en virtud de los contratos suscritos con la Comisión Federal de la Energía las filiales de Iberdrola en México tienen asegurada la venta de toda la energía que produzcan durante 25 años, hasta prácticamente 2030. A finales del período, México y Guatemala alcanzaron un EBITDA de 360 M €, lo que suponía el 40% del total de Latinoamérica y el 6,5% del total del Grupo.

Otros países de Latinoamérica

Entre 1998 y 1999, Iberdrola vendió la mayoría de los activos que había adquirido en Argentina⁷⁹. Una de las razones fue la fuerte caída de precios de la generación de energía en el mercado argentino, lo que hacía poco rentable la inversión de la Central Térmica de Güemes, poniendo asimismo en venta la participación en Litoral Gas, que fue adquirida por la belga Tractebell. Ya en 2002, acordó con Gas Natural un intercambio de activos en virtud del cual esta última adquirió los activos gasistas de la primera en Brasil y Colombia, e Iberdrola se hizo con el 13% de acciones de Gas Natural de México, mientras que en Chile el grupo vendió tanto la participación (8,3%) que tenía en proyecto del gasoducto Nor Andino a través de la firma Electroandina, así como su participación (6,37%) en la Empresa Hidroeléctrica de Colbún. Esta reordenación de activos dejó clara la estrategia de Iberdrola de potenciar la participación en aquellas empresas y mercados en los que había alcanzado una posición dominante en su control (Rozas, 2008). Como consecuencia, aun manteniendo ciertos activos de menor importancia en otros países, a finales del período las operaciones de Iberdrola en la región se encontraban focalizadas en dos mercados con vocación de liderazgo: Brasil y México. En cuanto a las operaciones en Guatemala, país por el que se apostó inicialmente, éstas fueron vendidas en 2010 a la colombiana Empresas Públicas de Medellín, abandonándolo definitivamente.

4.2. Reino Unido. Scottish Power

Aparte de la tradicional apertura del Reino Unido a las operaciones transnacionales de M&A, desde un punto de vista estratégico, la adquisición de Scottish Power, vino motivada por las condiciones económicas y energéticas del propio país como las de la posición de la compañía objetivo dentro de su sector. Como mercado energético el Reino Unido, ofrecía condiciones idóneas para la expansión⁸⁰:

- Entorno macroeconómico estable
- Segundo mercado europeo de energía por tamaño
- Larga historia en cuanto a desregulación y privatización, con tres subsectores diferenciados.
 - Generación. Un mercado con fundamentales atractivos
 - Suministro. Consolidado y liberalizado.
 - Transmisión/Distribución. Mercado regulado en base a activos
- Normativa medioambiental independiente y estable
- Fuerte necesidad de inversión en generación en los siguientes 10 años.
-

En cuanto a la compañía Scottish Power, ésta ofrecía importantes ventajas competitivas:

- Líder en Reino Unido y segunda en Estados Unidos en generación de energía eólica.
- Activos enfocados en las áreas de mayor crecimiento: renovables e infraestructura.
- Presencia en todos los segmentos de la cadena energética, con riesgo diversificado en un mercado con fuerte volatilidad de precios
- Enfoque hacia la creación de valor, con fuerte crecimiento del beneficio en los últimos años.

⁷⁹ Gazeta Mercantil Latinoamericana, 1999

⁸⁰ Presentación Resultados Iberdrola 2007

La operación se llevó a cabo en Noviembre de 2006 mediante una OPA amistosa, fruto del acuerdo entre los Consejos de Administración de ambas entidades, por el que Iberdrola adquirió Scottish Power por un total de 11.600 M £ (17.100 M €), 52,3% en efectivo y el resto con acciones propias. Esto último obligó a Iberdrola a realizar la mayor ampliación de capital en la historia de España hasta ese momento, emitiendo 245,2 M de acciones por valor de más de 8.000 M €, equivalentes al 21,4% del nuevo capital social de la Compañía. El precio suponía una prima aproximada del 19% sobre su última cotización previa al acuerdo y valoraba la empresa a un múltiplo Valor de Negocio/EBITDA (2006) de 11 veces aproximadamente, ligeramente por encima de la propia Iberdrola que cotizaba alrededor de 10. Financieramente, Scottish Power era una compañía con un coeficiente de apalancamiento (Deuda neta ajustada/(Fondos Propios + Deuda Neta ajustada) del 46%, en línea con el sector y ligeramente inferior al de la propia Iberdrola, que era del 55,4% a finales de 2006.

La integración de Scottish Power permitió elevar el tamaño de Iberdrola en un 60%, situándose como tercera eléctrica europea, por detrás de la italiana Enel y la francesa EDF. Con un total de 21,4 millones de puntos de suministro eléctrico, el nuevo grupo contaba con 40.000 MW de capacidad instalada, de los cuales 7.000 eran renovables, lo que le convertía en líder europeo y segundo operador mundial en ese campo. La compañía escocesa supuso un 24,4% del EBITDA del Grupo en 2007 (consolidada 253 días desde 23 de abril).

4.3. Estados Unidos. Energy East

En junio de 2007, los Consejos de Administración de Iberdrola y Energy East llegaron a un acuerdo sobre la adquisición de esta última, valorando la compañía americana en 4.560 M de US\$ (3.373 M €), con una prima del 27,4% sobre su última cotización anterior a dicho acuerdo, lo que suponía valorar Energy East como Valor de Negocio a un múltiplo de 8 veces el EBITDA esperado en 2007. La transacción, abonada en metálico, obligó a realizar una ampliación de capital por el mismo monto, para cerrar la que era la mayor adquisición industrial de una empresa española en Estados Unidos.

El grupo Energy East desarrollaba sus actividades en cinco estados de la zona noreste de Estados Unidos, entre los que destacan por su población los de Massachussets y Nueva York, y contaba con más de 1,8 millones de clientes, contando asimismo con un importante negocio de distribución de gas con casi 1 millón de puntos de suministro. En términos comparativos, la adquisición permitía incrementar a Iberdrola sus clientes de electricidad en un 8%, sus clientes de gas en un 43% y aportaba un 8% adicional al Resultado Bruto de Explotación de la compañía. Además de la diversificación geográfica, en línea con el objetivo estratégico de internacionalización de la compañía de conseguir que 2/3 del EBITDA procediera de las operaciones internacionales (Plan Estratégico 2008-2010) y la importante base de clientes de gas, la adquisición le permitía a Iberdrola poner un pie en Estados Unidos, un país que en algún momento debería apostar por las energías renovables, en las que Iberdrola era líder mundial.

Antes de ejecutarse en Septiembre de 2008, la transacción hubo de recibir la luz verde de los organismos reguladores, el último de la Comisión de Servicios Públicos del Estado de Nueva York, que exigió a la operadora española un ajuste de tarifas de 200 M

\$, una inversión de otros 200 M de US\$ en energía eólica y la desinversión en la planta de combustibles fósiles que tenía Energy East, condiciones a las que accedió Iberdrola, consolidando Energy East en sus cuentas a partir del último trimestre de 2008.

4.4. Otras Adquisiciones

A partir de 2003, una parte de las adquisiciones internacionales de Iberdrola se situó en el área de renovables. En Estados Unidos entró en pequeñas sociedades como **Midwest Renewable o CPV Wind Ventures**, mientras que en Europa, adquirió el 49% de **Arcadia Rokas** el mayor operador eólico de Grecia y el 70% de Korinthos Power, otra compañía griega con licencia para participar en el proceso de adjudicación de nueva capacidad en ciclos combinados. Adicionalmente, en 2006, adquirió **Perfect Wind**, considerada como una de las empresas con mayor potencial de desarrollo en el sector eólico francés, y en 2007 cerró la compra del 50% de la italiana **Societa Energie Rinnovabili** para desarrollar, construir y operar 350 megavatios (MW) eólicos en Italia. Por último, en Hungría Iberdrola adquirió a finales de 2007 cuatro parques eólicos en Hungría, con una potencia conjunta de 108 MW y una inversión de 155 millones de euros.

A finales del período Iberdrola mantenía una participación del 6,7% de Energias de Portugal (EDP), teniendo como socio al gigante chino China Three Gorges y con la que desarrollaba proyectos conjuntos en el área de renovables.

5. Endesa

La actividad exterior de Endesa comenzó a principios de la década de los 90, pero no adquirió entidad suficiente hasta 1997, año en que sus inversiones exteriores alcanzaron los 2.226 M €, una cifra tres veces superior a toda la inversión anterior.⁸¹ La expansión en Latinoamérica culminó en 1999 con la toma de control de Enersis, la mayor eléctrica de la región, lo que supuso un salto cualitativo en la estrategia internacional de la compañía, dotándola de la infraestructura necesaria para acceder a otros países del continente y doblando prácticamente su dimensión. Una vez consolidada su presencia allí y tras la negativa experiencia argentina, cuyo impacto en sus cuentas dejó en evidencia la magnitud del endeudamiento y el riesgo asumido en mercados muy volátiles, la española equilibró sus operaciones internacionales con adquisiciones en el Viejo Continente, centrándolas fundamentalmente en Francia e Italia, de forma que a finales de 2007 que había alcanzado un grado de diversificación suficiente como para convertirse en una multinacional euroamericana de la energía, tal y como había sido su objetivo inicial.

⁸¹ Informe Anual Endesa 1997, p.46.

5.1. Latinoamérica

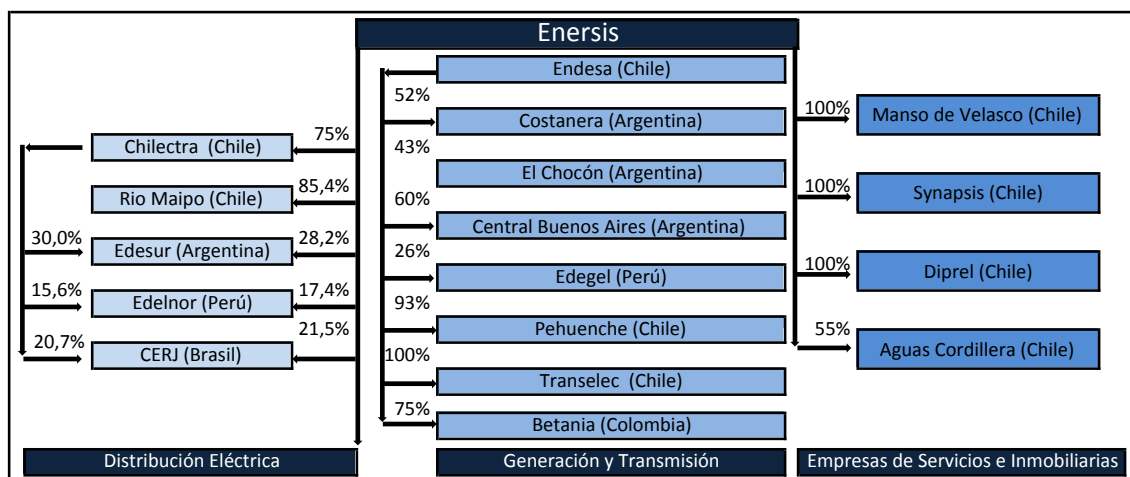
Adquisiciones iniciales

La expansión de Endesa en Latinoamérica se inicia en 1992 con la entrada en Electricidad de Argentina (Easa) y la adquisición del 21% de Edenor, distribuidora y comercializadora de energía eléctrica dentro de la zona norte de la capital argentina y otras zonas de la provincia de Buenos Aires. En 1996 entra con el 22,2% en Yacilec, una empresa de transmisión y transporte eléctrico y ese mismo año, el consorcio formado por Endesa y la argentina Astra adquiere el 63% de Dock Sud, propietaria de una planta de generación en la ciudad del mismo nombre. Dichas inversiones, que supusieron un desembolso total de 118 M € le dieron entrada a Endesa en los negocios de generación, distribución y transporte eléctrico de Argentina. Posteriormente, y tras una pequeña inversión en la República Dominicana, adquirió en Venezuela el 7,86% de Elecar (Electricidad de Caracas), una empresa de electricidad integrada verticalmente (generación, transporte y distribución) y cotizada en Bolsa en la que invirtió 101 M €. En Perú entró en 1994, participando, a través de dos sociedades holding, en un 18% del capital en Edelnor, la distribuidora de electricidad de la zona norte de Lima, inversión a la que siguieron las de Eléctrica de Piura (29,8%) y la de Etevensa (43,5%), la primera con dos centrales termoeléctricas y dos plantas de procesamiento de gas por absorción, y la segunda con una planta de generación. El total invertido alcanzó los 134 Millones de Euros. Por último, en Brasil entró participando junto con Enersis y Electricidade de Portugal en el consorcio, que ganó el concurso abierto para la privatización de la Companhia de Eletricidade do Rio de Janeiro (CERJ), una distribuidora y comercializadora de ese Estado con 1,2 millones de clientes. La participación directa e indirecta de Endesa en CERJ es del 20,5%. Sin embargo, no es hasta 1997 y 1999, con la toma de Enersis, cuando Endesa entra a gran escala en Latinoamérica, puesto que hasta entonces, únicamente el 5% de los ingresos totales del grupo, el 6% del EBITDA y un 7% de los activos totales provenía de la zona.

Adquisición de Enersis

A finales de 1996, Enersis no solo era la mayor empresa privada de Chile, sino el mayor grupo eléctrico de toda Latinoamérica, con importantes participaciones en numerosas empresas de generación y distribución de energía eléctrica y otras de tratamiento de aguas y servicios inmobiliarios e informáticos. En Chile contaba con el 25,3% de la principal generadora del país, Endesa Chile, así como con un 73,9% y un 81,4% respectivamente, de las distribuidoras Chilectra y Río Maipo. Fuera de Chile, contaba con participaciones significativas en siete empresas generadoras y cinco distribuidoras de Argentina, Brasil, Colombia y Perú. Por tanto, la empresa representaba para Endesa la posibilidad de consolidarse en Latinoamérica como líder, y de agrupar las adquisiciones existentes bajo un mismo operador con la suficiente masa crítica como para ser reconocido por el mercado y a la vez obtener las correspondientes sinergias de costes.

Fig 7. Participaciones de Enersis (1997)



Fuente: Durán. Multinacionales Españolas, p.181

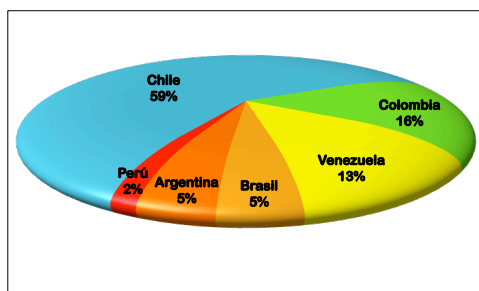
El núcleo duro de Enersis lo constituían cuatro sociedades de capital chileno, que en total controlaban el 29% de las acciones, sobre las que Endesa lanzó una OPA haciéndose únicamente con el 26%, y sólo tres de los siete consejeros, por lo que tras numerosas vicisitudes⁸², incluida la intervención de la justicia chilena, se vio obligada a comprar las restantes a un precio muy superior, de forma que a finales de 1997 el capital en poder de Endesa alcanzaba el 29,2% de Enersis, mientras que el desembolso realizado ascendía a 1.206 M €, cifra equivalente a prácticamente el doble del total de inversiones anteriores. En 1998 compró un 2,7% más elevando su participación hasta el 31,9%, y ya en 1999 lanzó sendas OPAs, en Chile y Estados Unidos, sobre el 32% de las acciones en manos de los fondos de pensiones chilenos, con una importante prima del 36% sobre el precio de la acción al cierre anterior a la oferta, lo que en total le supuso una inversión de 1.350 M €, logrando el control efectivo de la eléctrica chilena. Sin embargo, para completar dicho control, quedaba hacerse con la mayoría de acciones de la principal participada de Enersis, la generadora Endesa Chile, también pretendida por el grupo norteamericano Duke Energy, quien, en Enero de 1999 había lanzado dos OPAs, en Chile y Estados Unidos, sobre el capital de Endesa Chile. Para contrarrestarlas, Enersis (ya bajo el control de Endesa) se vio forzada a lanzar sendas OPAs, que lograron el objetivo de hacerse con un 34,7% complementario del capital de Endesa Chile, por 2.000 M €, alcanzando de este modo el 60% del de su participación. La toma de control completo sobre Enersis y Endesa Chile era muy importante para la española, puesto que uniendo su participación directa e indirecta a la que poseían las compañías chilenas, le permitía asimismo obtener el control de CERJ y COELCE en Brasil, de Condensa y Emgesa en Colombia y de Edelnor en Perú.

La complementariedad de Endesa y Enersis, se puso de manifiesto en 1998, al ganar la subasta de privatización de las colombianas Emgesa y Codensa. La primera es el mayor generador de electricidad de Colombia, con una cuota del 21,62% y Codensa el único distribuidor en el área de Bogotá con una cuota de mercado del 22,9% del total nacional y con un importante potencial de crecimiento en función del incremento demográfico de la zona. La adquisición de ambas supuso un desembolso de 562 M €. El control de Enersis y su filial Endesa Chile, unido a las participaciones que había ido tomando

⁸² Una descripción detallada de la toma de Enersis por parte de Endesa puede encontrarse en el libro Multinacionales Españolas en Iberoamérica (Durán, 1999 en las páginas 176 a 184.

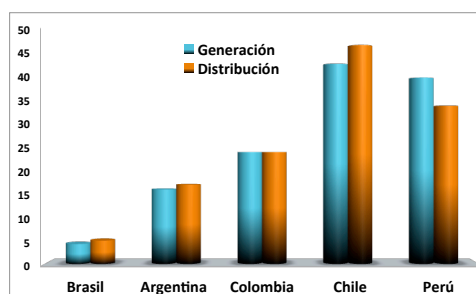
Latinoamérica, hicieron de Endesa el mayor grupo eléctrico privado de la región, con una cuota de mercado, tanto en generación como en distribución, cercana al 10%, con casi 14.000 MW de potencia instalada (frente a 23.000 MW en España) y 11,7 M de clientes a finales de 1999. Adicionalmente, para aprovechar las sinergias producidas por estas adquisiciones y su posterior integración bajo el mismo paraguas de Endesa internacional, se puso en marcha el denominado proyecto Génesis, con el objetivo de disminuir costes a través de las sinergias existentes entre las empresas adquiridas u así incrementar el flujo de caja anual en 845 M \$ a partir de 2003.

Fig 8. Activos en Latinoamérica tras la adquisición de Enersis



Fuente: Revista ICE Num. 810

Fig 9. Cuota de Mercado tras la toma de Enersis y la inversión posterior (2002)



La toma de control de Enersis supuso para Endesa el liderazgo en la región, con cuotas de mercado muy significativas en Chile y Perú, algo menores en Colombia y Argentina, dándole entrada en el mayor mercado energético de la región, Brasil, a través de Coelce y CERJ Río, dos de las mayores distribuidoras del país (Figura 9). Ya en 2000, Endesa y Enersis incrementaron su negocio allí, con el desarrollo y gestión de la interconexión eléctrica entre Brasil y Argentina, a través de dos líneas de 1.060 Km y 2.100MW de potencia instalada, cuya construcción se finalizó en 2002 y en 2003 con la conclusión del ciclo combinado de Fortaleza con 310 MW y una inversión de 200 M €, y que cubría alrededor del 30% de la demanda eléctrica del estado de Ceará.

Argentina. Impacto de la crisis 2001-2003

Por el volumen de pérdidas, Endesa fue la cuarta empresa española más afectada por la crisis argentina de 2001 (Giráldez Pidal, 2002), con un impacto total de aproximadamente 440 M €, de los cuales, 84 fueron a resultados y 356 contra reservas. El impacto sobre el resto de la región hizo que, como promedio, la devaluación de las monedas de los países iberoamericanos en los que Endesa operara, se situara en el 35%, lo que se tradujo en unos ingresos (en moneda local) cada vez más devaluados y una deuda (denominada en dólares) cada vez más cara, de tal forma que en 2002, la ratio Deuda/Fondos Propios de Enersis se disparó hasta 2,8. Esta situación afectó igualmente a la calificación de la propia Endesa, obligando a la Compañía a concentrar sus esfuerzos en el fortalecimiento de la estructura de capital, la renegociación de la deuda y el desapalancamiento correspondiente. En función de estos objetivos, se vendieron activos no estratégicos por un importe de 764 M \$ se logró ampliar capital por valor de 2.104 M y se consiguió refinanciar la deuda de Enersis, que pasó de un plazo medio de 2,2 años en 2003 a 6,5 años en 2004. Adicionalmente, se redujo la exposición al dólar (40% del total de deuda en junio de 2004 frente al 100% antes de la crisis); desendeudándose el grupo en más de 7.500 M (desde los 25.000 M € en 2001 a los

17.250 M a finales de 2003), de los cuales, 5.000 M provinieron de Latinoamérica⁸³. Ni que decir tiene que a lo largo de este proceso, la acción de Endesa se vio seriamente penalizada por los inversores, perdiendo entre 2001 y 2002 un 40% de su valor.

Finalmente, en el ejercicio 2006, Endesa culminó las operaciones de reestructuración societaria que tenía en marcha en Brasil, Perú y Chile. Mientras en la primera puso los activos bajo la holding Endesa Brasil, en Perú se produjo la fusión por absorción de Etevensa por parte de Edegel, consiguiendo así un mix de generación más equilibrado y en Chile cerró la fusión de Chilectra y Elesur. Por último, en 2007 fusionó Emgesa y Betania en Colombia, dando lugar a la mayor generadora del país con una capacidad instalada próxima a los 2.800 MW.

5.2. Europa y Norte de África

En 1992, junto a Lyonnaise des Eaux (hoy Vivendi), EDF y Agbar, constituyó en Marruecos, la sociedad Lydec, para dar servicio de distribución eléctrica, aguas y saneamiento a la ciudad de Casablanca, participación que vendió en 2005. Desde 2001, Endesa con un 32% participa junto a Siemens y la Office National de Electricité de Marruecos en Energie Électrique de Tahaddart, propietaria de la central de ciclo combinado del mismo nombre con 384 MW de potencia instalada y que suministra energía en el área de Tánger.

En Europa, desde 1993, Endesa participaba con un 35% en Tejo Energía, el primer productor independiente de Portugal, que en 1995 adquirió a Electricidade de Portugal la central de Pego, con un 7,4% de la capacidad instalada y un 10,6% de la producción de energía del país. Sin embargo, el salto cualitativo en el mercado europeo, se produjo en 2001 y 2002 con la toma de control entrada en la italiana Elettrogen y la francesa Snet.

Francia. Snet

Si bien la primera incursión de Endesa en Francia data de 1995, con la adquisición del 25% de Soprolif, una firma controlada por EDF, con una central térmica en la Provenza, no es hasta 2002, cuando apuesta seriamente por el mercado galo, adquiriendo a Charbonnages de Francia CdF), el 30% de la empresa Snet (en la actualidad Endesa France), firma propietaria de cuatro centrales térmicas de carbón en diferentes puntos del territorio galo y con una potencia total instalada de 2.477 MW. Con la compra en 2005 de un 35% adicional adquiere el control efectivo de la gestión, y se convierte en un operador significativo en el mercado francés. A finales de 2006, Snet adquirió a Endesa Europa el 25% de su participación en Soprolif, que unido al 20% que ya tenía, le confirieron un 45% de la empresa, frente al 55% del otro socio (EdF). Snet además posee un 69,6% de la sociedad propietaria de la central polaca de cogeneración Bialystock y participaba con un 50% en la turca Altek, lo que si bien a pequeña escala le daba entrada en ambos países. A finales de 2007 Snet representaba el 5% de los ingresos y el 3% del EBITDA de Endesa.

⁸³ La innovación en la empresa. La experiencia de Endesa (Rivera Novo, Luis). Revista de Obras Públicas nº 3449. Noviembre 2004

Italia. Elettrogen

En palabras del delegado de Endesa, la razón estratégica de la adquisición de la compañía italiana Elettrogen era “entrar en un mercado con los precios eléctricos más altos de Europa y con rentabilidades similares a las que se dan en España. Con Elettrogen, Endesa logra una plataforma para desarrollar todos los segmentos del negocio en Italia y *cambia* de alguna forma riesgo latinoamericano por expectativas similares a las del mercado español”⁸⁴

La entrada en el país transalpino se produjo en 2001, fecha en la que el consorcio liderado por Endesa (45%), Santander (40%) y la compañía municipal italiana ASM Brescia (15%) se adjudicó por concurso la generadora italiana Elettrogen, imponiéndose al consorcio liderado por el grupo Montedison. El valor de la inversión para Endesa ascendió a 1.184 M €. Posteriormente adquirió la participación del Santander, mediante dos operaciones de compra por el 5,7% y el 34,3% en 2002 y 2004 respectivamente, para en 2005 Endesa vendió a su socio italiano ASM Brescia un 5,3%, que le permitió alcanzar a éste el 20% de la Compañía, que pasó a denominarse Endesa Italia, quedando la española con el 80% restante. A esta adquisición base, le siguieron en 2006 otras de menor tamaño como las participaciones del 58,4% en las generadoras de Teverola y Ferrara, el 100% del parque eólico Iardino y cinco parques eólicos en construcción comprados a Gamesa. Con estas adquisiciones, a finales de 2007 el total de potencia instalada en la península itálica se elevaba a 6.614 MW, lo que convertía a Endesa Italia en la tercera generadora del país con una cuota de mercado del 8%, con una participación del 13% en la cifra de EBITDA total de la compañía.

5.3. Adquisición de Endesa por parte de Enel

El atractivo de Endesa como empresa líder de electricidad en Latinoamérica sin un núcleo duro de accionistas había atraído numerosas empresas del sector tanto españolas como extranjeras para los que los activos de la firma representaban un complemento geográfico a sus actividades. La primera de estas firmas fue Gas Natural, una empresa tres veces menor que la eléctrica y que lanzó una OPA hostil sobre ella en 2005 a un precio de 21,3 euros por acción (7,45 euros en metálico resto en acciones). A partir de ese momento la cronología de los acontecimientos fue como sigue:⁸⁵

Año 2006

(21-02) La empresa alemana E.ON presenta una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) sobre la totalidad del capital social de Endesa a un precio de 27,5 euros.

(26-09) Acciona adquiere el 10 por ciento del capital social de Endesa.

(16-11) La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) autoriza la OPA de E.ON sobre el 100 % del capital social de Endesa.

⁸⁴ Rafael Miranda. El País (24-07-2001)

⁸⁵ Endesa. Informe Anual. Nuestra Historia.

Año 2007

(10.01) Acciona comunica a la CNMV que su participación total en el capital de Endesa asciende al 23,03 %.

(26.01) Se inicia el plazo de aceptación de la OPA de E.ON sobre el 100% de Endesa.

(01.02) Gas Natural desiste de su OPA.

(27.02) Enel adquiere una participación del 9,993% en el capital social de Endesa.

(12.03) Enel comunica que el número total de acciones de Endesa que tiene contratado a través de "equity swaps" supone un 14,98 %, con lo que su participación directa e indirecta en el capital de la Compañía asciende al 24,973 %.

(10.04) La OPA de E.ON se cierra con resultado negativo al haber alcanzado únicamente un 6,01% de aceptación y no haber renunciado el oferente al mínimo del 50,01% al que condicionaba su OPA.

(05.10) La Comisión Nacional del Mercado de Valores comunica el resultado final con éxito de la OPA formulada por Acciona, S.A. y Enel Energy Europe sobre Endesa a un precio de 41,30 euros por acción.

(18.10) El Consejo de Administración de Endesa adopta los acuerdos necesarios para adaptar su composición a la estructura de propiedad derivada de la culminación con éxito de la OPA de Acciona y Enel.

Año 2008

(27.03) Enel y Acciona alcanzan un acuerdo con E.On sobre el valor de los activos que se han de transmitir a esta última como consecuencia del pacto firmado en abril de 2007 por las tres sociedades mencionadas. El valor asciende a 11.500 millones de euros. Acciona obtiene unas plusvalías de 1.850 M € en año y medio.

6. Gas Natural Fenosa

Hasta su fusión en 2008 ambas empresas siguieron estrategias de internacionalización distintas; mientras Fenosa se concentró fundamentalmente en la distribución de electricidad, Gas Natural lo hizo en la de gas si bien ambos también invirtieron en generación eléctrica, tomando una posición de liderazgo en México y Centroamérica fundamentalmente. Mientras que en los primeros años de expansión Gas Natural se enfocó al negocio gasista, sobre todo en Argentina, Brasil y Colombia; a medida que fueron incrementándose las sinergias gas y generación eléctrica, las adquisiciones del último período se centraron más en el sector eléctrico fundamentalmente en México. En cuanto a Fenosa, su internacionalización obedeció a pautas similares (Prieto, 2002):

- Obtención de masa crítica en sus segmentos clave: generación y distribución de electricidad, comercialización de agua y gas.
- Inversiones en países de alto crecimiento y adquisiciones a precios por debajo de la media.
- Diversificación geográfica evitando la sobre-exposición a un solo país.
- Posibilidad de introducir mejoras operativas en las empresas adquiridas.

6.1. Latinoamérica

En 1992, un año después de la creación de Gas Natural, ésta inicia su andadura internacional en Argentina, mientras que por su parte Unión Fenosa la comenzó en México seis años mas tarde. Tras varias incursiones en diferentes países, las crisis de principios de la década en el continente, provocó la salida de determinados países para concentrarse en aquellos que se consideraron más estables y donde podían obtener masa crítica suficiente para obtener un nivel suficiente de rentabilidad. A final del período, el grupo Gas Natural Fenosa era el mayor distribuidor de gas en Latinoamérica y uno de los principales productores y suministradores de energía eléctrica.

Argentina

En Argentina un consorcio liderado por Gas Natural se adjudicó en 1992 el 70% de una de las diez gasistas privatizadas, Gas Natural Buenos Aires Norte (BAN), que daba servicio a una población de 7 millones de habitantes y contaba con el mayor número de usuarios del país. En 2007 consolidó su participación en el consorcio al adquirirle a E-On sus acciones en Invergás y Gas Natural SDG, para en 2008, dentro del movimiento de repliegue de las energéticas españolas en el país austral, vender un 19,6% de la empresa a un grupo multinacional argentino, reteniendo el control de la compañía con un 50,4%. A finales del período de estudio, la empresa distribuía gas a 1,4 millones de clientes, con una cuota de mercado argentino del 18,4%.

En Bolivia, Unión Fenosa se adjudicó la concesión de la Compañía Transportadora de Electricidad privatizada por el Gobierno en 1997 y que, dentro de la política de Fenosa de concentrar su negocio en generación y distribución, fue vendida a Red Eléctrica en 2001 y expropiada por el Gobierno en 2012.

Colombia

En 1997 Gas Natural se adjudicó la distribución de gas natural en Bogotá, obteniendo el 39% de Gas Natural ESP por 150 M €, adquiriendo posteriormente una participación en Gas Oriente ESP y otras pequeñas gasistas que operaban en diferentes departamentos del país. Por lo que respecta a Brasil, las operaciones se iniciaron en 1997 con la adjudicación de las distribuidoras de Río de Janeiro CEG y Riogás. En 2002 compró los activos gasistas de Iberdrola en Brasil y Colombia, a cambio del 13,3% de las acciones de Gas Natural México y un pago adicional de 156 M €. Tras el acuerdo, Gas Natural amplió su participación en las sociedades brasileñas hasta el 29% y 39% respectivamente, lo que le permitía el control de ambas empresas que daban servicio a unos 600.000 usuarios en el área de Río. Finalmente, en 2004 adquiere participaciones adicionales de ambas hasta alcanzar el 54,2% de CEG y el 72% de CEG Río, porcentaje este último que se reduce hasta el 59% una vez que Petrobras ejerce su opción de compra sobre el 12,4% de la compañía. La otra apuesta de Gas Natural en el país se produjo en 2000, cuando constituyó la sociedad Gas Natural de Sao Paulo Sul, quien adquirió la concesión para la distribución de gas en la zona sur del estado, con un potencial de servicio a 2,5 millones de habitantes, y por la que desembolsó 328 M €.

En Colombia, como parte de la misma operación de compraventa con Iberdrola, Gas Natural amplió su porcentaje en Gas Natural ESP hasta el 59%, reforzando así su posición en una empresa que superaba el millón de clientes, fundamentalmente en el área metropolitana de Bogotá. Por su parte Unión Fenosa entró en el país en 2000, al adquirir el 69% de Electrificadora de la Costa (Electrocosta) y el 70% de Electrificadora del Caribe (Electricaribe), las dos mayores distribuidoras del norte de Colombia privatizadas dos años antes. El monto de la operación fue de 270 Millones de dólares, un 50% inferior al precio de licitación en el momento de la privatización, debido al bajo margen operativo y los costes asumidos por los anteriores gestores. A finales de 2000, adquirió el 58,2% de Empresa de Energía del Pacífico (EPSA) al mismo consorcio constituido por la estadounidense Reliant y la venezolana EDC (Electricidad de Caracas) por un monto de 200 M \$. La empresa, igualmente privatizada tres años atrás, era la quinta generadora del país, operaba en el Valle del Cauca y además se dedicaba transmisión y comercialización de electricidad, con una base entonces de trescientos mil clientes. Por último, años más tarde 2007 se adjudicó en subasta la central hidroeléctrica de Hidropardo, complementando las adquisiciones anteriores y constituyendo un fuerte grupo empresarial en el país, de forma que a finales de 2007, con 1.090 M €, Colombia era el país que más ingresos le proporcionaba fuera de España. Como parte de la adquisición de Fenosa por parte de Gas Natural y dentro de su programa de desinversiones, la participación en EPSA fue vendida en 2009 a un consorcio colombiano por casi 1.000 M \$, probando ser uno de los activos más valiosos en la cartera de Fenosa.

México

En México, Gas Natural es el primer distribuidor de gas y el segundo operador privado de generación eléctrica, inició en 1997 con la concesión de la distribución a Toluca Nuevo Laredo y Saltillo a las que siguieron en 1998 las concesiones de Monterrey y el Bajío, situadas en diversos Estados mexicanos. En 1999 se amplió la presencia con nuevas concesiones en otros estados, adquiriendo en 2000 la sociedad de distribución de México. En el ámbito de la electricidad, la empresa realiza su mayor adquisición en el país en 2007, cuando adquiere a EDF y Mitsubishi y cinco centrales de ciclo combinado al noreste del país con una potencia superior a los 2.200 MW. La operación con un monto total de 1.448 M \$ (1.014 M €) supuso la entrada de Gas Natural en el sector eléctrico en México como segundo operador de generación, convirtiéndose en el único operador mixto de gas y electricidad.

Por su parte, Unión Fenosa entro en el país en 1998 con la adjudicación de la planta de ciclo combinado de Hermosillo, inaugurada tres años más tarde y que daba servicio a cuatro estados del noroeste de México. En 2000 consiguió la adjudicación de otras dos plantas más, la de Naco Nogales en Sonora y la de Tuxpan, abierta en 2003 y que representaba la mayor instalación de producción de energía eléctrica de capital privado del país. La inversión total en dichas centrales ascendió a 1.100 M \$, convirtiendo a México en el principal destinatario de inversión exterior de Fenosa en 2007, la eléctrica española obtuvo la adjudicación para la construcción y posterior operación del ciclo combinado en el Estado de Durango. Todas estas centrales se construyeron utilizando “project finance”, asegurando los flujos de caja mediante la venta de energía al Estado por un período fijo de tiempo. A finales de 2007 la potencia instalada por Fenosa en el país azteca era de 1.550 MW.

Centroamérica y Caribe

En Centroamérica, Gas Natural está presente en Puerto Rico, donde en 2003 adquirió el 47,5% de EcoEléctrica, propietaria de la planta de regasificación de GNL y de un ciclo combinado de 540 Mw., mientras que Unión Fenosa se encuentra en Panamá, Nicaragua y Costa Rica. En el primer país entró en 1998 adquiriendo al Estado el 51% de Edemet y Edechi, dos empresas de distribución de electricidad con 370 mil clientes, mientras que en Nicaragua se hizo con el 95% de las Distribuidoras del Norte y del Sur en 2000, con una inversión de 115 M \$. Por último, en Costa Rica se adjudicó la central hidroeléctrica de la Joya mediante una concesión BOT (construir operar y transferir) por la que pagó 70 M \$. A finales de 2007, la cuota de mercado de Fenosa en Panamá era del 70% de la distribución.

La experiencia más negativa de la compañía se produjo en República Dominicana, donde Unión Fenosa había entrado en 1999 con la adquisición al Estado del 50% de las centrales de Edenorte y Edesur. Sin embargo, la crisis financiera y energética del inicio de la década, que afectó muy seriamente al país con una depreciación de la moneda de un 100% en un año, hizo que saliera de la inversión vendiendo de nuevo su parte al Estado con unas minusvalías de 160 Millones de Euros.⁸⁶ En Guatemala adquirió el 85% de las distribuidoras Deocsa y Deorsa en 1999, que mantenía al final del período, pero que fueron enajenadas posteriormente en 2010 al fondo británico Actis.

6.2. Europa y Resto del Mundo

La presencia del grupo en Europa es mucho menor que la de Endesa o Iberdrola. Gas Natural inició la actividad en Italia creando en 2002 la comercializadora Gas Natural Vendita con sede social en Milán, a la que siguieron las adquisiciones de los grupos Brancato, Smedigas y Nettis en 2004 y de Italmeco en 2007 que daba servicio a varios municipios del centro y sur de Italia, alcanzando en el país un total de 350 mil clientes . En Moldavia Fenosa adquirió tres distribuidoras de electricidad en 2000, mientras que en Francia, Gas está presente desde 2005 a través de Gas Natural Commercialisation France.

En Argelia, junto con Repsol, Gas Natural se adjudicó en 2004 el proyecto de exploración y producción de hidrocarburos en la parte occidental de la Cuenta de Berkine, mientras que desde 1996 gestiona partes del gasoducto Magreb-Europa que une los yacimientos argelinos de gas natural con la red española de gasoductos. Por último, en Angola, conjuntamente con Repsol y un consorcio, firmó en 2007 un acuerdo con el objetivo de desarrollar un proyecto integrado de gas en el país para evaluar reservas e inversiones necesarias para su desarrollo, exportando en forma de gas licuado. Por su parte, en 2001 Unión Fenosa entró en el consorcio que se adjudicó la planta de licuefacción de gas natural de Damietta, y que en 2005 iniciaba el suministro de gas natural desde Egipto a España. En Omán, desde 2004 participa como accionista minoritario (7,36%) de la compañía Qalbalt, constructora del tercer tren de licuefacción del Sultanato, y por último está presente en Sudáfrica, donde adquirió por 120 M € el 64% de Kangra Coal, propietaria de varias minas de carbón dentro del país.

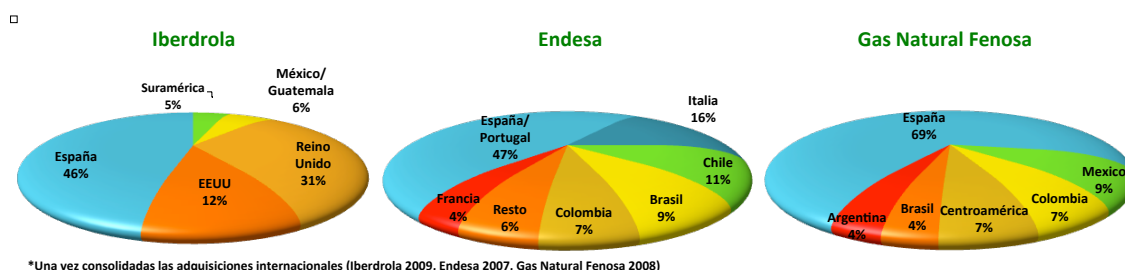
⁸⁶ CNMV Hecho Relevante 444970 de 11/09/2003

Por último, en Filipinas Unión Fenosa adquirió entre 1996 y 1999 el 9% de Meralco (Manila Electric Company), porcentaje minoritario que vendió en 2008 dentro de su programa de desinversión de activos para reforzar su balance.

7. Las firmas energéticas españolas tras el proceso de internacionalización.

El proceso de adquisiciones estudiado hizo que a finales del período las grandes empresas energéticas españolas, Repsol, Iberdrola, Endesa y Gas Natural Fenosa derivaran de promedio el 42% de sus ingresos del exterior, siendo Endesa la más internacionalizada con un 53% de ingresos obtenidos fuera de España. En el caso de Iberdrola, debido a que sus dos últimas adquisiciones, Scottish Power y Energy East, fueron consolidadas más tarde (Energy East lo hizo a finales de 2008), no es hasta los resultados de 2009 cuando se observa el impacto completo de los ingresos exteriores, que en ese ejercicio alcanzaron el 54%, frente al 46% a finales de 2007. Desde un punto de vista de posicionamiento global, a lo largo del período desinvertió de algunas de sus adquisiciones iniciales en países como Argentina o Colombia, para concentrarse como líder en los mercados de México, Guatemala (enajenado en 2011) y Brasil, cuyo riesgo se compensaba por sus ingresos en mercados más estables como el Reino Unido y Estados Unidos, que entre ambos representaban más de la mitad de sus ingresos exteriores. Esta diversificación geográfica junto al incremento de tamaño obtenido contribuyó a crear una barrera defensiva frente a los potenciales movimientos hostiles por parte de alguno de los accionistas existentes o bien de sus competidores en el mercado europeo, y que desde siempre había formado parte de sus preocupaciones.

Figura 10. Eléctricas. Ingresos por área geográfica en 2007



En cuanto a Endesa, a lo largo del período pasó de ser un conglomerado de pequeñas generadoras y distribuidoras regionales dentro de España, a convertirse a finales de en la primera multinacional eléctrica privada de América Latina, siendo la primera firma del sector en Chile, Argentina, Colombia y Perú, y la tercera en Brasil. Endesa suministraba electricidad a cinco de los seis principales núcleos urbanos de la región – Buenos Aires, Bogotá, Santiago de Chile, Lima y Río de Janeiro- y participaba en el proyecto de interconexión que unirá las redes eléctricas de seis países. Las empresas eléctricas participadas por la española en Latinoamérica tenían más de 15.000 MW de potencia instalada, localizándose sus activos en Chile (36%), Brasil (25%), Colombia (21%), Perú (11%) y Argentina (8%), siendo este último el país donde mayor potencia instalada detentaba. En Europa se encontraba presente significativamente en Italia, en menor medida en Francia, y con pequeñas participaciones en Polonia y Turquía. Frente a una cifra insignificante de negocio internacional en 1995, en 2007 más del 52% de los ingresos (figura 28) y más del 49% del resultado bruto de explotación provenían de sus operaciones fuera de España.

Por último, en el momento de la fusión en 2009, Unión Fenosa era una compañía más internacionalizada que Gas Natural, con casi un 43% de sus ingresos provenientes del exterior, frente a un 26% de la gasista. Mientras que para Fenosa más del 50% de su negocio internacional se encontraba en Colombia y México; en el caso de Gas Natural, éste se encontraba en Argentina y Brasil en cuanto a la distribución de gas y México en cuanto a generación de electricidad. En total la suma de ambas compañías superaba los 20 millones de clientes en todo el mundo.

Dimensión y diversificación

La dimensión ganada por las eléctricas españolas las situó dentro del ranking Fortune 500 de las mayores empresas del mundo, ocupando Endesa e Iberdrola las posiciones 11 y 12 entre las mayores *utilities* por cifra de ingresos (Tabla 3). Mientras en 1996, con excepción de Gas Natural, casi la práctica totalidad de ingresos provenía del mercado interior, en 2007 el conjunto de las cuatro (tres tras la fusión Gas Natural Fenosa) grandes *utilities* facturaban más del 40% fuera de España. Especial importancia tenía su posicionamiento en Latinoamérica, donde eran líderes de sus respectivos sectores de actividad en determinados países, como Iberdrola primer generador privado en México, Endesa líder en Chile y Perú, o Gas Natural Fenosa en Colombia. A través de la inversión realizada a lo largo del período, estas compañías españolas tenían instalada una potencia en la Región superior a los 20.000 MW dando servicio a más de 20 millones de clientes.

Tabla 3. Mayores Utilities por Ingresos

	Compañías	Global 500	M \$
1	State Grid	24	132.885
2	Electricite de France	68	81.629
3	Enel	109	59.779
4	Tokyo Electric Power	146	47.980
5	Veolia Environnement	153	44.750
6	Gaz de France	193	37.541
7	China Southern Power Grid	226	33.861
8	Centrica	231	32.779
9	Korea Electric Power	245	31.355
10	Scottish & Southern Energy	253	30.618
11	Endesa	258	30.018
12	Iberdrola	339	23.910

Fuente: Fortune500. Julio 2008

Tabla 4. Eléctricas. Ratios de Endeudamiento

	Iberdrola	Endesa	Gas Natural
Deuda/Cap	43%	72%	30%
D/V Contable	88%	179%	77%
D/Ebitda	x 4,0	x2,9	x2,2
Moody's	A3	A3	A2

Fuente: Informes anuales

Capitalización y Deuda

Durante el período la capitalización de estas firmas se incremento de promedio un 14,5%, mientras que el precio de sus acciones se revalorizó un 16,5% anual en el caso de Iberdrola, un 11,1% en el de Endesa y un 12,8% en el de Gas Natural, en línea con otras *utilities* europeas y con el propio Ibex-35 (12,7%). En cuanto a su apalancamiento, tras la expansión internacional la deuda de estas firmas a finales de 2007 triplicaba a la que tenían al inicio del período en 1996, sin que sin embargo sus ratios más significativas sufrieran grandes variaciones, manteniéndose en múltiplos de Ebitda que oscilaban entre los 2,2 x y de Gas Natural y los 4,0 x de Iberdrola. Ello hizo que no sufrieran recortes de calificación por parte de las agencias, que la situaban claramente por encima del grado de inversión (Tabla 4).

Puede concluirse por tanto que la internacionalización de este sector contribuyó notablemente a dotar de dimensión a sus empresas, permitiéndolas no solo diversificar mercados sino equilibrar los segmentos en los que operaban: generación, distribución, gas, etc. Si bien esta expansión pasó por momentos complicados a principios de la década de los 2000 por la crisis energética de Suramérica en gran parte asociada a los vaivenes macroeconómicos de las dos grandes economías de la Región. Sin embargo, la recuperación posterior unida a la diversificación de la inversión hacia Europa y Estados Unidos, y la incursión en renovables, las hicieron más atractivas a los mercados, propiciando la toma de Endesa, la expansión de Iberdrola a Reino Unido y la fusión de Gas Natural y Fenosa, acontecida posteriormente. En conjunto todo este movimiento exterior unido a la demanda del propio mercado español propició un significativo incremento de ingresos durante el período que se reflejó en sus cotizaciones, de forma que a finales de 2007 la capitalización conjunta de las tres energéticas superaba los 113 MM €, una cifra cinco veces superior a la que tenían tan solo doce años antes.

Bibliografía

Ariño Ortiz, Gaspar, (2004) Privatizaciones y liberalizaciones en España: balance y resultados (1996-2003) tomo I. Editorial Comares S.L

Balbontín, Patricio Rozas (2001) La inversión europea en la industria energética de América Latina. (Serie Seminarios y Conferencias, 10). CEPAL

Balbontín, Patricio Rozas (2009), Crisis económica y energética en América Latina: su impacto en las operadoras españolas. (Serie Recursos Naturales e Infraestructura, 143) CEPAL

Balbontín, Patricio Rozas (2008), Internacionalización y estrategias empresariales en la industria eléctrica de América Latina: Los casos de Iberdrola y Unión Fenosa. (Serie Recursos Naturales e Infraestructura, 139) CEPAL.

Dunning J. & Lundan S. (2008) Multinational Enterprise and the Global Economy. Pag. 315

Duran, J.J. (1999) Multinacionales españolas en Iberoamérica. Ediciones Pirámide.

Giráldez Pidal, (2002) La Internacionalización de las Empresas Españolas en América Latina, editorial: Consejo Económico y Social.

Ruiz Caro, A. (2005) Los recursos naturales en los tratados de libre comercio con EEUU. CEPAL .

Rivera Novo, Luis (2004) La innovación en la empresa. La experiencia de Endesa, Revista de Obras Públicas nº 3449. Noviembre 2004

Rivera Novo, Luis (2003) Presente y futuro de Endesa en Brasil. Revista ICE, octubre-noviembre 2003 número 810

Pizarro, Manuel (2004) Las multinacionales españolas en Iberoamérica. La experiencia de Endesa, Universia Business Review- Actualidad Económica, tercer trimestre 2004.

Prieto Iglesias, José Manuel (2002) El compromiso con el conocimiento, clave para la expansión internacional de Unión Fenosa, Revista ICE abril-mayo 2002 número 799.

Vives, Xavier (2006) El reto de la competencia en el sector eléctrico. IESE Business School – Universidad de Navarra.

6 – El sector de la construcción e inmobiliario

1. Proceso de concentración y diversificación del sector de la construcción en España

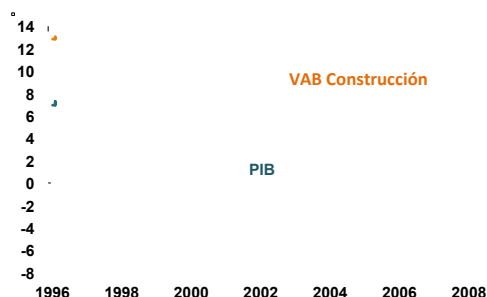
A finales de 2007 el volumen de la construcción en España, tanto residencial como no residencial, superaba los 304 MM €, lo que suponía un 18,5% del total de la UE-25 (Tabla 1), por encima de países como el Reino Unido, Italia y Francia. El Valor Añadido Bruto del sector, un 11,0% del PIB y un 80% más que 1995 (Figura 1), le convirtió en clave pieza clave del desarrollo de la economía española, no solo por el volumen de empleo directo creado sino por su fuerte impacto en otros servicios auxiliares. El sector ocupaba de forma directa al 13% de la población activa (9,3% en 1996), calculándose⁸⁷ que por cada euro invertido en construcción se inducían 0,77 euros en el resto de sectores, y por cada empleo se generaban 0,57 en los auxiliares, de forma que según algunos estudios⁸⁸ el dinamismo en la inversión en construcción explicaría más de un 25% del crecimiento del PIB español del período analizado.

Tabla 1. Volumen de negocio de la construcción en 2007

Países	M €	%
España	304.645	18,5%
Reino Unido	286.677	17,4%
Italia	226.290	13,7%
Francia	220.502	13,4%
Alemania	143.848	8,7%
Países Bajos	86.136	5,2%
Resto UE	382.182	23,2%
Total UE - 27	1.650.279	100,0%

Fuente: INE

Figura 1. % VAB Construcción sobre PIB



Fuente: Eurostat

La insostenibilidad de este ritmo inversor, no solo desde el punto de vista del peso de la actividad en la economía, sino del propio desequilibrio entre las actividades del sector (la edificación de vivienda nueva suponía un 33% del total, frente a sólo el 24% en el resto de Europa), hizo que las firmas del sector comprendieran la necesidad de diversificarse tanto sectorial como geográficamente, tratando de amortiguar así las inevitables consecuencias del ciclo bajista. Por ello, a partir de 2003-2004, una vez la actividad inmobiliaria tocó techo y las grandes obras de infraestructura domésticas (autovías, tren alta velocidad, etc.) fueron adjudicadas, las mayores empresas del sector iniciaron un proceso de expansión exterior en busca de oportunidades no solo en el propio rubro sino en sectores afines como las concesiones o los servicios de infraestructuras, menos cíclicos que la construcción.

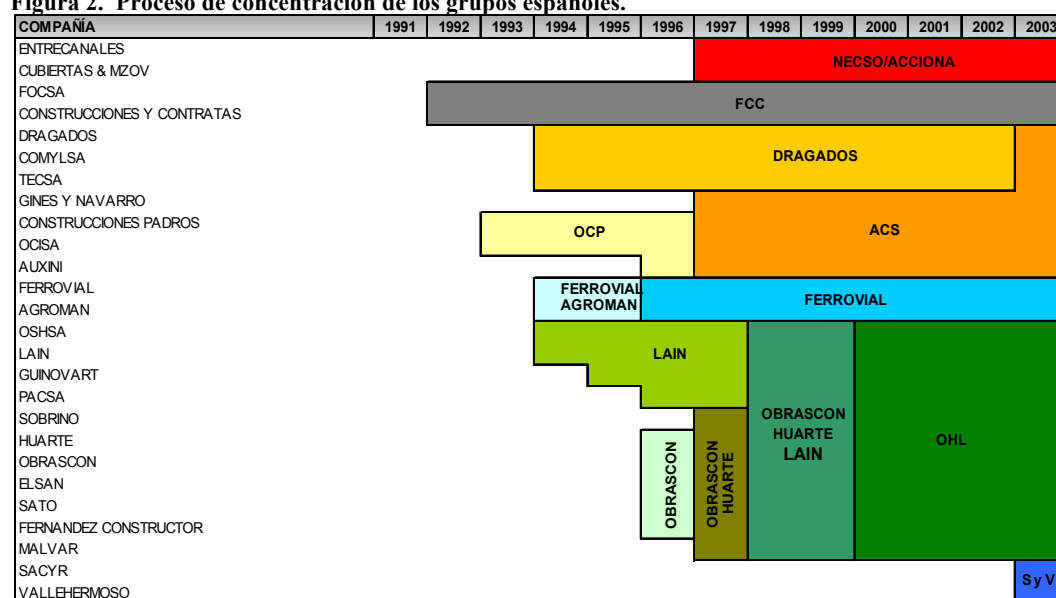
⁸⁷ La construcción en Andalucía. Revista Arte y Cemento. Noviembre 2005

⁸⁸ La relevancia del sector de la construcción y los potenciales riesgos de una ralentización brusca. Informe AFI. Mayo 2004

1. 1. Proceso de Concentración en los años 90

La contracción del mercado interior ocurrida entre 1991 y 1994 debido a la caída de la inversión pública, una vez finalizadas las grandes obras para los eventos de 1992, unido a las restricciones presupuestarias impuestas por la convergencia hacia la moneda única, hizo que durante los años noventa las grandes constructoras españolas acometieran una triple estrategia de concentración, diversificación y más tarde internacionalización muy relacionadas entre sí (García López y Úbeda, 1997). La primera de estas estrategias se tradujo en un proceso de concentración que dio como resultado un grupo de firmas con suficiente tamaño y capacidad de captar recursos como para ser competitivas en el exterior, de forma que, a finales de 2007, ocho de las treinta y cinco empresas cotizadas en el Ibex pertenecían al sector de la construcción, inmobiliario o concesionario de infraestructuras. Todas, sin excepción, habían pasado por procesos de fusiones y adquisiciones (Figura 2) a veces tan complejos como los de OHL o Sacyr Vallehermoso, resultado de la concentración de 17 empresas entre 1988 y 2003.

Figura 2. Proceso de concentración de los grupos españoles.



Fuente: SEOPAN

Los motivos que impulsaron la creación de estos grandes grupos pueden resumirse en dos: de una parte la necesidad de un fuerte volumen de recursos financieros para entrar en el mercado de las concesiones, financiación y gestión privada de infraestructuras, uno de los sectores de mayor crecimiento en los últimos años; y de otra, adquirir dimensión suficiente para ser competitivos en el mercado de las grandes obras internacionales, base de su expansión exterior.

1.2. Diversificación

Uno de los rasgos característicos de la salida al exterior de las constructoras españolas fue su afán por ampliar su espectro sectorial. Efectivamente, la corrección de los efectos derivados de las variaciones del ciclo económico en la actividad de construcción fue uno de los hechos que justificaron la decisión de diversificar actividades primero y mercados después, para dar mayor estabilidad a la cuenta de resultados (Foncillas

Casaus, 2002). Los objetivos básicos fueron pues, introducirse en mercados con ciclos diferentes a la construcción, lograr un crecimiento más estable y desarrollar sinergias entre las distintas actividades de cada grupo. Y si bien, la crisis financiera de 2008 planteó muchos interrogantes sobre algunos aspectos del proceso, convertido en camino de ida y vuelta para algunas firmas; sin embargo tres áreas de actividad subsistieron como común denominador a casi todas las grandes empresas del sector: construcción, concesiones y servicios urbanos. Para lograrlo algunas se lanzaron a compras fuertemente apalancadas, tal vez cuestionables desde el punto de vista financiero, pero que sin embargo les permitieron posicionarse dentro de los segmentos definidos como estratégicos por las propias compañías. El resultado fue que el grado de su diversificación de sus negocios a finales del período, en gran medida consecuencia de las adquisiciones exteriores realizadas, se elevó significativamente sobre el de sus competidores españoles de menor escala, que no contaban con financiación suficiente para abordar dicha expansión. De esta forma, mientras a finales de 2007 más del 50% de la cifra de facturación de los grandes grupos provenía de negocios diferentes a la construcción, este porcentaje se reducía a solo el 13% para los grupos medianos y pequeños, quedando estos completamente sometidos a los vaivenes del propio sector, tan fuertemente dependiente del ciclo económico.

Paralelamente, a lo largo de la década, incluso antes, durante la burbuja tecnológica (1997-2000), muchas de las grandes constructoras había tratado de diversificarse en sectores que parecían ajenos a su negocio. Primero fueron las telecomunicaciones (Acciona con Airtel), seguidas del transporte (Transmediterránea) y el boyante sector inmobiliario OHL/Espacio, Ferrovial/Habitat); sectores de los que finalmente salieron, en algunas ocasiones con fuertes plusvalías. Especialmente reseñables fueron las tomas de posición en firmas energéticas, como los casos denACS en Unión Fenosa (2006) e Iberdrola (2007), Acciona en Endesa (2007) y Sacyr Vallehermoso en Repsol (2007). Si bien la mayoría de estas posiciones se deshicieron posteriormente, a veces con pérdidas significativas, otras permanecieron, como fue el caso de Acciona en las renovables de Endesa y la participación minoritaria de Sacyr en Repsol. Por último, otra compañía del sector, Abertis optó por diversificarse hacia los satélites de comunicaciones con las tomas de participación en Hispasat y Eutelsat, considerando éstas como el núcleo de una futura actividad estable de la empresa, en su afán por ampliar su espectro de servicios. Por consiguiente, puede concluirse que la salida al exterior de las grandes firmas constructoras y concesionarias no fue sino la continuación del esfuerzo por diversificarse que llevaban años realizando en el propio mercado doméstico.

2. Internacionalización de las empresas constructoras, concesionarias e inmobiliarias

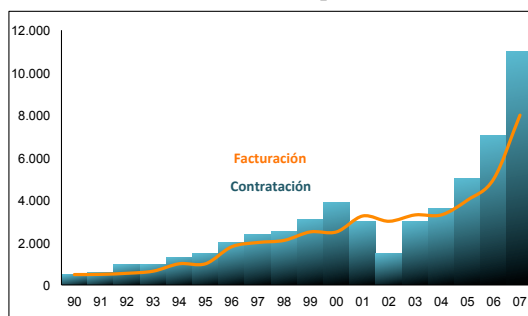
2.1. Empresas constructoras y concesionarias

La primera ola de internacionalización comenzó de forma modesta a finales de los años sesenta, extendiéndose hasta mediados de los ochenta, época en que la contracción económica de los principales países destinatarios de la inversión, en especial Oriente Medio y Latinoamérica, unida a la reactivación del mercado nacional a raíz del ingreso de España en la Comunidad Económica Europea, provocaron un repliegue hacia el mercado interior. Sin embargo, este primer ciclo de internacionalización tuvo una trascendencia indudable para las constructoras españolas por lo que supuso de aprendizaje y de experiencia fuera del país (Villanueva, ET. 2009), calculándose que en

el período 1968-1982, el sector exportó 248 proyectos que en términos económicos supusieron el 47% del total de proyectos contratados por empresas españolas en el exterior durante dicho período (Fernández Otheo, 1988).

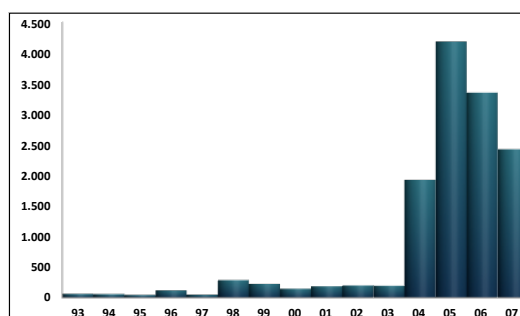
El dinamismo del mercado nacional de finales de los ochenta, con el primer plan de autovías del Estado y los hitos constructores de los eventos de Sevilla y Barcelona, contribuyó a oxigenar sus cuentas de resultados, planteándose de nuevo la salida a Europa, tanto por la crisis económica que siguió a ambos acontecimientos como por la creciente presencia de competidores europeos en España. Dentro de este segundo movimiento exterior pueden diferenciarse dos fases: la primera hasta 1995 en la que se produce la pura exportación de obra y la segunda, en la que las empresas españolas salen en concesión, participando en los grandes concursos internacionales del sector. Esto fue posible por dos razones fundamentales: (1) El proceso de concentración previo que hizo que tuvieron suficiente volumen como para poder financiar los costes de las concesiones (2) La posibilidad de exportar el modelo español de concesiones de autopistas (título 5º de la Ley de Contratos del Estado), un modelo muy arraigado, lo que supuso un punto de partida muy importante y sólido en términos legales. (Medall Vela, 2006). Aun así, la recuperación del peso de la facturación internacional en el conjunto de la cifra de negocio de las constructoras españolas fue mucho más lenta que en la anterior etapa de expansión, alcanzando en 1995 tan solo el 9% del total, muy alejado aún del 29% de promedio que tenían sus competidores europeos.

Figura 3. Facturación y contratación en el exterior de las constructoras españolas



Fuente: SEOPAN

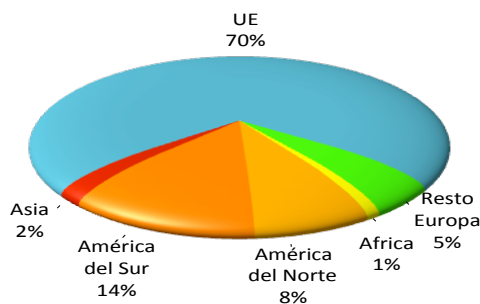
Figura 4. Inversión exterior de las inmobiliarias españolas



Es a partir de ese año cuando, con excepción del período 2001-2003, el sector exterior despega definitivamente, pasando de los 1.500 M € de obra facturada en el exterior en 1995 a los 8.122 M € en 2007, lo que convierte a España en el sexto país de Europa por volumen de exportación de obra, por delante de Italia, si bien por detrás de Holanda y Suecia, esta última debido al excepcional tamaño de la constructora Skanska, la mayor de Europa. En cuanto a la tipología, mientras que en la segunda década de los años 90 predominaron las carreteras, a partir de 2001 es el segmento ferroviario quien toma la delantera, impulsado por el contrato de mantenimiento del metro de Londres adjudicado a Ferrovial por importe de 6.500 M €. Posteriormente, la primacía en la tipología de obra depende mucho de las concesiones puntuales de gran tamaño, como la del aeropuerto de Sidney, también a Ferrovial en 2002, o las sucesivas adjudicaciones de construcción y mantenimiento de centros educativos en el Reino Unido a la misma empresa, que hacen que sea la edificación la tipología predominante en 2005. Es en ese año, con el anuncio de adquisición de BAA cuando se da el gran salto exterior, de forma que por primera vez una empresa constructora comienza a tener más del 50% de su actividad fuera de España.

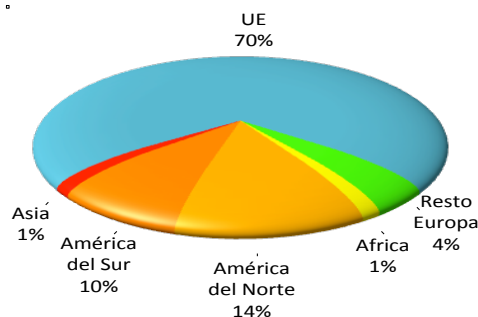
Por áreas geográficas, el principal destino de la inversión en los años 90 fue Latinoamérica, lo que para 2003 convirtió a España en el tercer mayor constructor extranjero en la región sólo por detrás de Estados Unidos e Italia. Dentro de ella, Chile fue el primer país destinatario de inversión, de forma que a Ferrovial, presente desde 1995 construyendo y explotando diversos tramos de autopistas, le siguieron ACS y OHL, quienes también realizaron obras, fundamentalmente en el área de carreteras. Los siguientes países en recibir inversión de firmas españolas, fueron Argentina, Brasil y México en menor medida. Sin embargo, a partir del comienzo de la década de los 2000, es Europa quien toma el relevo como destino de las firmas españolas, siendo Reino Unido con diferencia el país donde más se enfocó el negocio exportador, liderado sobre todo por Ferrovial en las concesiones aeroportuarias, ferroviarias y de edificación. A continuación, como segundo destino inversor, se situó Portugal, fundamentalmente en el área de carreteras, y en tercer lugar Francia, con el proyecto del AVE Figueras-Perpignan adjudicado a ACS. En el resto de regiones geográficas, destaca la actividad en Estados Unidos, donde Ferrovial se adjudicó la autopista Skyway de Chicago, en Canadá donde aparte de la anterior estuvieron presentes ACS y Acciona, y en Australia con la concesión del aeropuerto de Sydney.

Fig. 4.- Facturación exterior del sector (2007)



Fuente: SEOPAN

Fig. 5.-Adquisiciones del período 1996-2007



Fuente: Elaboración Propia a partir de Informes Anuales

En cuanto a la forma de internacionalizarse de las empresas constructoras españolas, con las excepciones que se estudiarán, éstas se decantaron fundamentalmente por la licitación directa, frente a las alternativas de creación de Joint Ventures, subcontratación, filial en el país de destino, consorcio internacional, o la adquisición de empresas en el exterior. Esto hace que en el período 1996-2007 apenas se registraran siete adquisiciones de gran nivel (superiores a 1.000M €) por parte de las empresas constructoras españolas, siendo Ferrovial y Abertis los principales actores, fundamentalmente en el campo de las concesiones de infraestructuras. Precisamente al desarrollo de la actividad concesionaria contribuyó sobremanera el auge de los proyectos de las fórmulas de financiación de proyectos PFI (*Private Finance Initiatives*) o PPP (*Public Private Partnership*), modelos de promoción privada en los que el concesionario financia la construcción y/o mantenimiento de las infraestructuras o servicios y, a cambio, recibe un pago fijo por parte de la administración, sujeto a determinados estándares de calidad. Estos proyectos, como la ETR-407 en Canadá, las autopistas chilenas, el metro de Londres y otros, dieron entrada a las empresas españolas que constituyeron junto a firmas financieras o aseguradoras consorcios que licitaron y se adjudicaron dichas concesiones. Estos consorcios, en general mantenían una estructura de recursos financieros basada un fuerte apalancamiento sin recurso a la matriz; es decir en caso de impago, el prestamista tiene como garantía los activos (el

contrato de concesión) y los flujos de caja que generan, pero con limitadas posibilidades de ir contra ninguna de las firmas que componen la sociedad vehículo que se ha adjudicado la concesión⁸⁹. Bajo esta modalidad los grupos constructores españoles crecieron en concesiones internacionales, con un fuerte apalancamiento, que si bien era sin recurso, su cómputo en el total de la deuda de cada una de las empresas las llevó a ratios Deuda/EBITDA muy superiores a los aceptables por el mercado en las condiciones post-Lehman, por lo que se produjo la salida o venta parcial de muchas de estas participaciones en consorcios de *project finance*, significativamente por parte de Ferrovial, la empresa que más participó en este tipo de proyectos.

2.2. Empresas inmobiliarias

Hasta bien entrada la primera década de este siglo la inversión exterior de las empresas inmobiliarias se situó en niveles muy bajos comparativamente con otros sectores de actividad que ya habían comenzado a salir con fuerza al exterior. La inversión media anual en el extranjero entre 1996 y 2003 se situó en los 160 M €, más de diez veces inferior a sectores como la banca, las telecomunicaciones, el comercio o la alimentación. La fuerte demanda de vivienda en España y el incremento en los precios de la misma hasta máximos históricos tuvo su reflejo en la cuenta de resultados de estas firmas, que no sintieron la necesidad de buscar nuevos mercados fuera de nuestras fronteras. Salvo Portugal, destino esporádico de alguna inmobiliaria, no es hasta 2004 cuando el sector decide salir al exterior, diversificándose geográficamente, fundamentalmente en países como Francia y el Reino Unido. En 2007, las inmobiliarias españolas registraron una cifra de ingresos en el exterior de 6.200 M €, un incremento del 150% sobre el promedio anual del período 2004-2006, que fue debido tanto al inicio de la actividad promotora en el extranjero como a la finalización de algunas promociones iniciadas en el período 2003-2005, y sobre todo a la adquisición de grandes compañías por parte de las inmobiliarias españolas, como fue el caso de Gecina por parte de Metrovacesa⁹⁰.

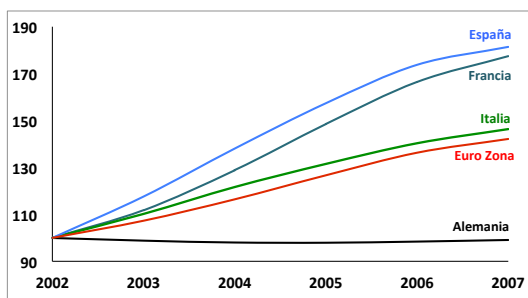
Entre los años 2004 y 2007 iniciaron su actividad fuera de España unas cien empresas, siendo Europa occidental la zona geográfica preferente con alrededor del 90% del volumen de negocio exterior, resultando testimonial la presencia en otros países como Marruecos (2,3%) América (2,5%) o la propia Europa del Este (2,8%). Los factores que propiciaron esta masiva salida de inmobiliarias al exterior habría que encontrarlos en la liquidez obtenida durante los años del boom inmobiliario y la necesidad de diversificación ante el agotamiento del mercado doméstico. En otras áreas, como Europa del Este, las oportunidades del sector residencial venían derivadas de sus bajas tasas de edificación y de su coste de mano de obra varias veces menor que el de España. Sin embargo, la internacionalización de las inmobiliarias resultó ser un viaje de ida y vuelta. La fuerte crisis financiera de 2008 unida al brusco frenazo de ventas de pisos y locales, dejó al descubierto un fuerte apalancamiento, lo que unido al altísimo stock de viviendas disponibles y sin salida a corto plazo (Figura 8) provocó un enorme problema de liquidez. La necesidad de cumplir con los plazos de vencimiento de la deuda como forma de supervivencia, provocó la desinversión en aquellos activos más líquidos en sus

⁸⁹ Julián, R. y Mascareñas, J. (2014). La financiación de proyectos (Project finance). Mongrafías sobre Finanzas Corporativas.

⁹⁰ Internacionalización del Sector Inmobiliario. DBK (2007).

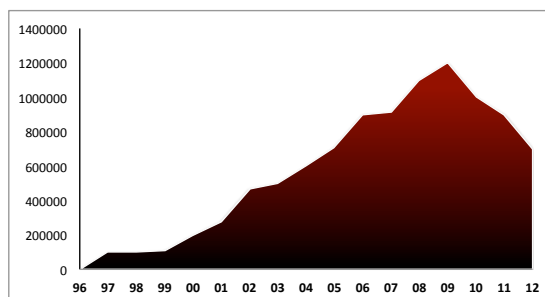
carteras, como era el caso de sus participaciones en empresas extranjeras. Así, mientras Metrovacesa negoció con Gecina (Francia) su vuelta como compañía independiente con la excepción de algunos activos que quedaron en manos de la primera, Colonial hizo lo propio con Société Foncière Lyonnaise (SFL) y Sacyr Vallehermoso vendió Eiffage, en la que había entrado tan solo dos años antes. De igual forma, se vieron obligadas a salir de inversiones directas realizadas en el extranjero, como la sede de HSBC en Londres, que Metrovacesa vendió con unas minusvalías de 600 M €, en un esfuerzo desesperado por obtener liquidez para hacer frente a los vencimientos de deuda.

Fig. 7.- Incremento medio del precio de la vivienda



Fuente: Barclays Capital

Fig. 8.- Estimación de sobreoferta de vivienda en España



Fuente: Colegios de Arquitectos

Por consiguiente, lo que pareció una expansión internacional en toda regla auspiciada por la boyante situación del sector en España, se vio truncada por la crisis, quedando su presencia exterior reducida a proyectos de inversión directa en obra residencial, fundamentalmente en países del Este de Europa y Portugal, con la excepción de ciertos edificios en alquiler en París, consecuencia de la escisión negociada de Gecina por parte de Metrovacesa.

3. Ferrovial

A lo largo del período 1996-2007, Ferrovial pasó de empresa constructora española a multinacional de servicios y gestión de infraestructuras; transformación esta atribuible a una serie de adquisiciones estratégicas en diversos países, especialmente en Gran Bretaña y Estados Unidos, lo que le permitió multiplicar por diez su cifra de ingresos hasta alcanzar los 14.630 M € en 2007, casi un 65% de los cuales generados fuera de España. Durante estos años, la estrategia de adquisiciones y desinversiones de la compañía fue evolucionando en función de las oportunidades de negocio y del ciclo constructivo, y salvo incursiones puntuales en sectores completamente ajenos, como el de las telecomunicaciones (Ono y Uni2), las inversiones se realizaron en empresas cuya actividad giraba en torno a la explotación de infraestructuras y a los servicios inmobiliarios. De estos últimos, que llegaron a representar una parte importante del negocio, Ferrovial se deshizo en 2006, justo antes de la gran crisis del sector, mediante su venta a la inmobiliaria Habitat por 1.600 M €

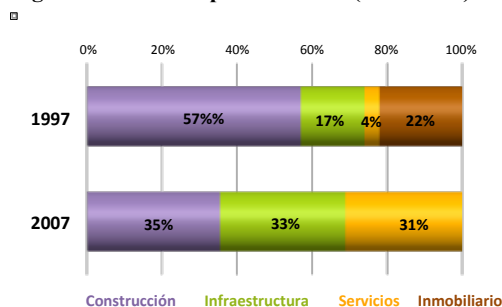
3.1. Estrategia de internacionalización

Las características más destacadas de su expansión exterior fueron las siguientes:

- (1) **Focalización en países de la OCDE.** Al contrario del resto de grandes empresas españolas, geográficamente no apostó por el área de Latinoamérica (excepto Chile) sino por países estables del entorno anglosajón, fundamentalmente Gran Bretaña, EEUU, Canadá y Australia.
- (2) **Diversificación en Infraestructuras y Servicios.** Su expansión internacional se basó fundamentalmente en concesiones de autopistas, gestión de infraestructuras y otros servicios adyacentes, que desde su privatización, contaban con un historial de funcionamiento con garantías.
- (3) **Crecimiento a través de adquisiciones.** A diferencia de otras constructoras, que ganaron negocio en el exterior a través de licitación directa o JVs con otras firmas del sector, en el caso de Ferrovial, al tratarse de concesiones y no existir tal posibilidad, puesto que éstas ya estaban adjudicadas, el objetivo estratégico sólo podía alcanzarse adquiriendo dichas compañías. Fueron los casos de Amey y sobre todo de BAA.
- (4) **Fuerte apalancamiento y utilización de Project Finance.** Las mayores concesiones de autopistas se hicieron a través de *Project Finance*, mediante la creación junto al resto de socios de una empresa vehículo fuertemente apalancada que finalmente se adjudicó la concesión, incluyendo a veces la construcción y mantenimiento de la infraestructura en cuestión, como en el caso de las autopistas chilenas o la ETR-407 de Canadá. A pesar de que la deuda utilizada en este tipo de instrumentos es sin recurso a la matriz, que queda teóricamente a salvo de la posible insolvencia del proyecto, sin embargo su acumulación proyecta una sombra de incertidumbre sobre la empresa, que en una situación de restricción del crédito, no solo puede perder los recursos invertidos en el propio proyecto sino afrontar unos elevados costes de insolvencia (legales y otros) procedentes del mismo.

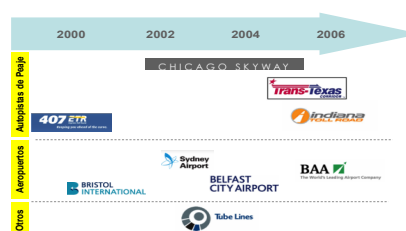
Por tanto, en base a lo anterior puede afirmarse que la expansión internacional de Ferrovial no obedeció únicamente a una necesidad de diversificación geográfica, sino que pretendió una transformación en profundidad del negocio, disminuyendo notablemente el peso de la construcción en el conjunto de su actividad para reducir la exposición al ciclo económico. Desde este punto de vista, constituye un caso claro de transformación estratégica de una compañía a través de adquisiciones, pasando en tan sólo diez años de ser un grupo constructor nacional a una multinacional diversificada en construcción, infraestructuras y servicios (Figura 9).

Fig 9. Facturación por actividad (1997/2007)



Fuente: Ferrovial Informes Anuales

Fig. 10. Principales Adquisiciones



Fuente: Ferrovial Presentación BAA

Esta estrategia, fructífera en términos de diversificación geográfica y de actividad, se vio afectada sin embargo por las fuertes presiones sobre la deuda, acrecentadas notablemente tras la toma de BAA, lo que no solo provocó la necesidad de fusión con su filial Cintra (2009) para acceder a la caja de esta última, sino que forzó a una serie de desinversiones en participaciones de otras compañías adquiridas tan solo unos pocos años atrás, lo cual arrojó dudas acerca de lo acertado de una estrategia que oscilaba a merced de las necesidades financieras, que se hacían cada vez más acuciantes. Afortunadamente para la firma española, el apetito que hacia este tipo de concesiones manifestaron los fondos de *private equity* internacionales, ayudó a que una gran parte de ventas de estas infraestructuras se hiciera con importantes plusvalías, como fueron los casos del aeropuerto de Sidney (2008), la participación en la ETR-407 (2010) o Swissport (2011). Quizás no fue el de otras, como el aeropuerto de Gatwick, en las que se cambió dinero o se acumularon pérdidas, pero que sin embargo aportaron la liquidez necesaria para hacer frente a los vencimientos de deuda y reducir ésta a niveles más aceptables para el mercado.

3.2. Adquisiciones del período

Gestión Aeroportuaria. BAA

La experiencia acumulada a través de su filial de concesiones Cintra, que a lo largo de los años 90 consiguió la concesión de cinco aeropuertos en México y Chile, constituyó la base de la expansión de la empresa en Europa, siendo el Reino Unido, como país con mayor nivel de privatización en la gestión de infraestructuras, uno de los objetivos preferentes de la inversión exterior. La primera adquisición en el país se culminó en 2000, adjudicándose la gestión del aeropuerto de Bristol, para proseguir después tomando la de varios pequeños aeropuertos del oeste del Reino Unido. En 2003 saltó a Australia, donde invirtió 233 M€ en el consorcio formado por Mcquarie Airports, Hotchief y Abbey National que se hizo con la gestión del aeropuerto de Sydney, el mayor de Australia, con un tráfico anual superior a los 25 millones de pasajeros. Con todas estas adquisiciones, a finales de 2002, Ferrovial gestionaba directamente o a través de consorcios nueve aeropuertos en México, entre ellos el de Cancún, uno en Chile (Antofagasta), dos en Reino Unido (Bristol y Belfast) y el de Sidney en Australia. En 2005 complementó sus inversiones aeroportuarias, adquiriendo Swissport, uno de los principales operadores independientes de *handling* de pasajeros y carga, con un volumen de más de 70 millones de pasajeros en 140 países. Sin embargo, el gran salto en el ámbito de la explotación aeroportuaria la constituyó la compra de BAA Airports en 2006, el mayor gestor de infraestructuras aeroportuarias del mundo, concesionario de los grandes aeropuertos británicos, entre ellos los de Heathrow, Gatwick y Stansted en Londres, los de Edimburgo, Glasgow, Aberdeen en Escocia y el de Southampton en el sur de la isla, así como participaciones en concesiones en EEUU y Australia, y la explotación del aeropuerto de Budapest adjudicada por 75 años. La adquisición fue realizada mediante el lanzamiento de una OPA sobre la totalidad de las acciones de BAA, por parte un consorcio liderado por Ferrovial (62%), con la participación Caisse de Dépôts de Quebec (28%) y GIC, firma de Capital Riesgo del gobierno de Singapur (10%). Tras dos intentos rechazados por la dirección de BAA, que consideraba insuficiente la cifra ofertada de 810 peniques por acción por acción, el consorcio mejoró

su oferta hasta los 935 peniques que finalmente fue aceptada por la británica. Este precio representaba una prima superior al 30% sobre la cotización media de la compañía en el último año, valorándola de esta forma en 10.110 M de libras (15.636 M €). A la finalización del plazo de la OPA, finales de Junio de 2006, el consorcio había obtenido el 83,4% de las acciones, alcanzando el 93,3% un mes más tarde e iniciando su proceso de exclusión en Bolsa. Dado que la operación se realizó con un alto apalancamiento, la aportación de capital de Ferrovial por el 62% de su participación en el consorcio se limitó a 3.672 M €.

La compra de BAA supuso una fuerte apuesta por el área de infraestructuras y servicios, que pasó a representar el 60% del total de ingresos y 85% del Resultado Bruto de Explotación (EBITDA) de la española. Estratégicamente, la adquisición no sólo permitía posicionarse en un negocio con flujos de caja relativamente estables y crecientes (el incremento anual promedio del volumen de pasajeros, estimado en el 3,4% anual de promedio hasta 2016), sino que suponía entrar en una actividad con capacidad de generar nuevo negocio de construcción y explotación mediante la ampliación de alguno de los aeropuertos que le habían sido adjudicados y, en particular, la construcción de la tercera pista y la sexta terminal de Heathrow, lo que se estimaba podría suponer más de 8.000 M € sólo en la construcción de la infraestructura. En el polo negativo se encontraban dos elementos a tener muy en cuenta : (1) el fuerte apalancamiento que representó la adquisición y que, al consolidar BAA en los libros de Ferrovial, generó nada menos que 19.914 M € de deuda (la mayoría sin recurso), y (2) la intervención la Comisión de la Competencia británica en cuanto a la posición dominante de BAA en la gestión de nueve aeropuertos británicos, lo que según la Comisión podía desvirtuar la competencia entre dos de los principales aeropuertos de Londres (Heathrow y Gatwick) y entre dos de los escoceses (Glasgow y Edimburgo). Ambas incertidumbres, la financiera y la regulatoria, pesaron notablemente sobre la cotización de la acción de Ferrovial tras la adquisición, y pronto algunos medios se apresuraron a calificar la inversión en BAA como una de las peores de la historia, comparable a la de BMW en Rover en 1994 y que se estima le costó 1.000 M £⁹¹. Ante esta situación, la empresa española se apresuró a realizar algunas desinversiones de cara a aliviar la deuda, y de paso a despejar alguna de las incertidumbres regulatorias planteadas. Las más destacadas fueron las participaciones en los aeropuertos de Bristol y Sidney, vendidas a Macquarie en diciembre de 2006 por un total de 758 M €, con unas plusvalías totales de aproximadamente 400 M €. En Mayo de 2007 el aeropuerto de Budapest, parte de BAA fue vendido a un grupo liderado por la constructora alemana Hochtief por 1.924 M €, fondos todos ellos destinados a reducir la deuda generada por la adquisición de la propia BAA. Ya fuera del período de estudio, el proceso de desinversiones continuó con la venta en 2008 de las tiendas World Duty Free Europe a Autogrill, así como de determinados activos de la APP (Airport Property Partnership) y del aeropuerto de Belfast a ABN Infrastructure. Todas estas desinversiones supusieron aproximadamente unos ingresos de 900 M € a las arcas de Ferrovial en un momento crítico para la empresa, cuando los mercados financieros planteaban serios interrogantes acerca de la refinanciación de la deuda incluso de las grandes corporaciones. En septiembre de 2008, BAA, anticipándose a la resolución de la Comisión de la Competencia británico puso a la venta del aeropuerto de Gatwick, que concluyó en octubre de 2009, y por la que obtuvo 1.657 M €, computando Ferrovial una minusvalía

⁹¹ BAA Takeover of Ferrovial as bad as Rover deal. The Times, 23 de Abril, 2008

de 142 M€ en su venta. En marzo de ese mismo año, la Comisión hizo pública la resolución final sobre la posición de BAA, requiriendo a ésta la venta de los aeropuertos de Standsted en Londres y de Aberdeen o Glasgow (a su elección) en Escocia, además del de Gatwick ya desinvertido, y dando dos años de plazo para que pudiera realizarse en condiciones económicas adecuadas. Finalmente y a través de sucesivas ventas parciales, en 2011 Ferrovial bajó del 50% de participación en BAA lo que le permitió retirar de su balance 14.560 M€ de deuda de la británica al pasar a consolidarla por puesta en equivalencia. Y aunque también dejaba de consolidar su Ebitda, el efecto contable global resultó un inmenso alivio para la cotización de su acción, que ese mismo día repuntó más de un 6%.

Concesiones de Autopistas. ETR 407, Chicago Skyway e Indiana Toll Road .

Las primeras concesiones de explotación de autopistas fuera de España las obtuvo en Chile donde entre 1996 y 1999 se adjudicó varios tramos de la ruta 5, la principal arteria del país, con un total de 746 Km y una inversión total de 1.281 M€. En 1998, la española agrupó estas concesiones más las áreas de aparcamientos y autopistas (posteriormente segregadas) en una nueva compañía que denominó Cintra, cuyo recorrido en Bolsa se inició en 2004, produciéndose ese mismo año la entrada de la australiana Macquarie y acabando de nuevo fusionada con la propia Ferrovial en 2009 como forma de equilibrio financiero del balance de la matriz fuertemente presionado por la deuda. El mayor salto cualitativo de Cintra como empresa independiente tuvo lugar en 1999, cuando un consorcio liderado por ella con un 61,3%, en el que participaban la empresa de ingeniería canadiense SNC Lavalin (22,6%) y la Caisse de Dépôt de Quebec (16,1%), se adjudicó la concesión de la autopista **ETR 407** en Canadá por 99 años, con una inversión global de 2.455 M€. De dicha cantidad, la aportación de capital de los socios se limitó al 19%, mientras que otro 19% lo constituyó deuda subordinada y el 62% restante un préstamo a la sociedad adjudicataria sin recurso a los socios, dando como resultado una relación deuda/capital (D/E) de 4/1 aproximadamente. En marzo de 2002 Ferrovial fortaleció su posición en el consorcio adquiriendo un 5,8% adicional, para finalmente vender a Macquarie el 11,3% del total a cambio del 11,99% de Cintra, sociedad en la que había participado anteriormente. La ETR 407 era una ruta con un recorrido inicial de 108 Km, concebida como alternativa a la convencional 401, en ese momento la autopista más congestionada de Norteamérica, y que enlazaba con los accesos a Toronto. La ETR 407 constituyó el mayor proyecto de privatización de Canadá hasta entonces, habiendo probado a lo largo de los últimos años ser una de las concesiones más rentables en la gestión de Infraestructuras como lo prueba el hecho de duplicar ingresos en tan solo seis años (Tabla 2).

A la ETR 407, le siguió en 2004 la adjudicación por 99 años de la **Chicago Skyway**, la vía de entrada a la ciudad de 12,5 Km. de longitud, primera autopista de peaje privatizada en EEUU y por cuya concesión la sociedad participada (55/45) por Cintra y Macquarie pagó un total de 1.480 M€ (1.830 M \$). La concesión se financió con un crédito de 1.180 M \$, que constituyó la sindicación del mayor *project finance* de una infraestructura en Estados Unidos. Al año siguiente, un consorcio liderado por Cintra se adjudicó el contrato por el **Tran-Texas Corridor**. En su concepción original, éste consistía en un conjunto de infraestructuras, autopistas, ferrocarriles y abastecimiento de electricidad y agua, que atravesaría el Estado de Texas desde la frontera del Río Grande hasta Oklahoma, descongestionando el tráfico de las ciudades. El acuerdo convertía a la española en socio estratégico que coordinaría y ejecutaría los proyectos

correspondientes a su área, lo que supondría una inversión de 6.000 M € entre 2005 y 2010. Sin embargo, las dificultades económicas del plan, agudizadas por la posterior crisis de 2008, hicieron que todo el proyecto naufragara⁹², adjudicándose Cintra únicamente dos segmentos de la autopista SH-130. La aventura americana concluyó con la concesión en 2006 a una sociedad participada (50/50) por Cintra (Ferrovial y la australiana Mcquarie para operar y mantener la **Indiana Toll Road (ITR)** por 75 años, a un precio de 3.029 M €. La sociedad concesionaria se constituyó con un capital de 606 M €, habilitando una línea de crédito sin recurso para el resto, con un apalancamiento D/E de aproximadamente 4/1. La ITR, de 253 Km., y situada en el corredor que enlaza los Estados del Medio Oeste americano con la costa del Pacífico, une Chicago con los principales nudos logísticos de Estados Unidos, desde Nueva York a Los Ángeles, y en sus cálculos iniciales la empresa española estimaba un 12,5% de tasa de retorno a esta inversión. Durante el período de estudio, a estas concesiones se añadieron otras en Europa, concretamente en Irlanda y Portugal, país este último donde en 2000 logró la concesión para construir y explotar la autopista Euroscut- Algarve, con una inversión de 272 M €, a la que siguió Algarve Norte en construcción al final del período. Por su parte, en el país celta, Cintra abrió en diciembre de 2005 la autopista N4-N6 y además obtuvo la concesión por 45 años de la M3, la mayor del país, con una inversión de 600 M €.

Otras Infraestructuras. Amey.

El primer asalto al Reino Unido en infraestructuras no aeroportuarias se produjo en 2003 con la adquisición a través de una OPA del 88,6% de **Amey**, el quinto grupo británico de construcción diversificado, valorando la empresa en 118 M €. Amey, una firma en pérdidas cuando fue comprada, tenía un 33% de Tube Lines la concesionaria del mantenimiento y modernización de tres líneas de metro en Londres por 30 años, con una opción de compra de otro 33%, que la propia Amey ejerció en 2005. Sin embargo, las disputas con las autoridades municipales sobre el monto de los servicios, , hicieron que en 2010 Ferrovial llegara a un acuerdo para vender el 66,7% de participación en Tube Lines a la autoridad del metro de Londres, por una cifra de 238 M €, similar a la que pagó en su momento, y obteniendo un contrato de mantenimiento por siete años y 370 M € anuales. Además del metro de Londres, Amey contaba con una buena posición en la construcción y gestión de actividades de promoción y financiación privada de infraestructuras y servicios para las Administraciones públicas, entre los que se encontraban el contrato para construir, reformar, operar y mantener todas las escuelas de Bradford al norte de Inglaterra por un monto de 400 M £; el contrato de alumbrado de Norfolk; o el mantenimiento del parque de maquinaria de construcción del Ministerio de Defensa Británico. En 2006, Amey adquirió la firma de servicios de conservación de infraestructuras y gestión de proyectos Owen Williams para complementar sus actividades de servicios.

Construcción. Budimex.

A pesar de que la estrategia de la compañía durante el período fue la de posicionarse en sectores menos cíclicos, sin embargo en 2000 Ferrovial adquirió el 58,5% de **Budimex**,

⁹² El Tans Texas Corridor está muerto: Cintra se despide de su gran carretera en Estados Unidos. El Economista 07-01-2009

la mayor empresa constructora de Polonia, anticipándose al desarrollo que iba a producirse en la construcción de infraestructuras en el país como consecuencia de su ingreso en la Unión Europea y la llegada de los Fondos de Desarrollo a los países del Este. La empresa fue adquirida por 119 M € y se diversificó de la mano de Ferrovial, accediendo a otras áreas de negocio como la construcción de aeropuertos y la gestión de infraestructuras de forma que su facturación se incrementó desde los 480 millones de Euros en 1999 cuando fue adquirida a los 833 M a finales de 2007. Finalmente en 2005 y en un ámbito geográfico bien distinto, Ferrovial adquirió Webber en Texas (EEUU) por 178 M €, especializada en la construcción de infraestructuras de obra civil y en el reciclaje de áridos. La adquisición de Webber fue un complemento necesario a la adjudicación por parte de Cintra del Trans Texas Corridor, que le permitía asimismo participar en la construcción de las mismas.

3.3. Situación de Ferrovial al final del período

A la luz de los resultados, no cabe duda de la transformación de Ferrovial de una constructora nacional a una empresa internacional diversificada, con unos ingresos en el exterior que pasaron del 11% en 1998 al 62% diez años más tarde (Figura 11).

Fig. 11.- Ingresos por áreas geográficas (2007)



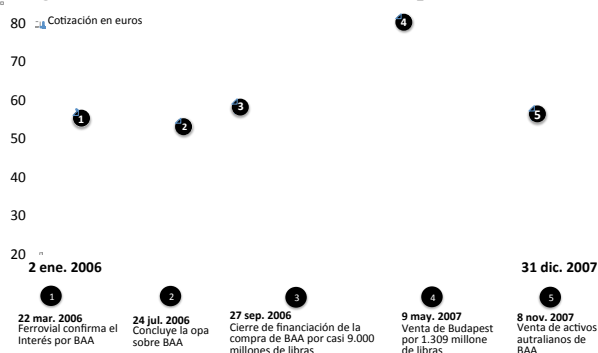
Fuente: Ferrovial Informes Anuales

Tabla 2. Deuda del Grupo Ferrovial (2007)

Detalles	Cifras en €
BAA	19.914
407 ETR	2.813
Indiana Toll Road	1.242
Chicago Skyway	1.195
Amey	1.556
Total sin Recurso	29.754
Total con Recurso	3.064
Deuda Total	32.818
Deuda /EBITDA	x 10,5

Esta transformación realizada mayoritariamente a través de adquisiciones dio como resultado una empresa que a finales de 2007 facturaba 14.630 M € con un Resultado Bruto de Explotación EBITDA de 3.044 M €, 9,2 y 21 veces superiores respectivamente a los de 1996. Desde un punto financiero, si bien su posicionamiento en el área de concesiones de infraestructuras hizo los flujos de caja futuros más predecibles, dotando de mayor estabilidad a la empresa; sin embargo, el hecho de que la expansión se hiciera a través de adquisiciones, pagadas con endeudamiento, llevó éste a unos niveles muy alejados de los parámetros financieros generalmente aceptados (Tabla 3), lo que obligó a la firma española a proceder a desinversiones en un entorno financiero difícil que, como el caso del aeropuerto de Gatwick, llegaron a suponerle pérdidas. Si a esto se le añaden las incertidumbres regulatorias padecidas en el Reino Unido durante tres años más, es comprensible que, a pesar del indiscutible valor de alguno de los activos, los inversores castigaran la acción desde el primer momento, siendo la única empresa del sector que ya vio caer su cotización de forma relevante en el año 2007, hasta dejar por primera vez en su historia el precio de la acción por debajo de su valor contable (Figura 12).

Fig. 12. Acción de Ferrovial tras la adquisición de BAA



Tras el proceso de desinversión, Ferrovial se concentró en preservar un porcentaje de control sobre sus activos internacionales de mayor envergadura, BAA (en especial Heathrow), la ETR-407 de Canadá, la Chicago Skyway y la Indiana Toll Road, alrededor de los cuales girarían otras concesiones de menor calado en las que aún sigue presente.

5. Abertis

Abertis se constituyó como resultado de la fusión de Acesa y Aurea (la división de infraestructuras de Dragados) en 2003, concentrando de esa manera en una sola firma la concesión de más de dos tercios de las autopistas de pago españolas. A pesar de que Acesa tenía una cierta presencia exterior, sobre todo en Portugal (10% de Auto-Estradas do Atlântico), Italia y Marruecos; no fue hasta 2000 cuando dio el primer paso importante en cuanto a expansión internacional con la entrada en el núcleo estable de accionistas de la sociedad italiana **Autostrade**, la mayor concesionaria europea de autopistas, con más de 3.120 Kms de autopista gestionados en Italia, mediante una inversión de 325 M € por el 3,85% del capital, ampliándolo hasta el 8% en 2003 y manteniéndola como mera inversión financiera a lo largo del período. A ésta le siguió la toma de control de la concesionaria argentina **Grupo Concesionario del Oeste**, la tercera de Latinoamérica por volumen de ingresos, con una inversión de 138 M € por el 48,6% del capital y la mayoría de derechos de voto. Su concesión más importante era la autopista entre Buenos Aires y Luján con vencimiento en 2018. Paralelamente a la expansión internacional en el área de autopistas, su filial de aparcamientos **Saba** ya se había asomado al exterior a través de concesiones, gestionando en 2000 más de 45.000 plazas de aparcamiento en Italia, Portugal y Marruecos a través de distintas sociedades locales controladas directamente por ella. En 2004, la unificada Abertis adquirió **TBI** en el Reino Unido, mediante una OPA presentada por un consorcio en el que dio entrada con un 10% a Aena, valorando la empresa objetivo en un total de 553 M £ (792 M €), una prima de un 22% sobre la cotización de las acciones la víspera de la oferta, y generando un fondo de comercio de 330 M € en los libros de Abertis. TBI contaba una cartera de aeropuertos de tipo medio pequeño en diversos países del mundo, concentrando el 82% de sus ingresos en el Reino Unido, más de la mitad de los mismos provenientes del aeropuerto de Londres Luton, base de la compañía EasyJet, y que tenía significativos planes de expansión para atender la creciente demanda de líneas de bajo coste. Además de Luton, gestionaba, los aeropuertos de Belfast y Cardiff en el Reino Unido, el de Estocolmo en Suecia, los de La Paz, Sucre y Cochabamba en Bolivia y el de Orlando en Estados Unidos, totalizando entre todos ellos más de 18 millones de pasajeros. En definitiva, esta adquisición suponía un paso importante de Abertis hacia la diversificación de su negocio, entrando en las infraestructuras aeroportuarias, caracterizadas por sus flujos de caja estables; expansión que culminó en 2007, cuando la compañía anunció un acuerdo, efectivo en 2008, para adquirir la mexicana **DCA (Desarrollo de Concesiones Aeroportuarias)** a ACS por un valor de 271 M €. La cartera de activos de DCA estaba constituida por el Grupo Aeroportuario del Pacífico (12 aeropuertos de tipo medio en México), el aeropuerto de Cali en

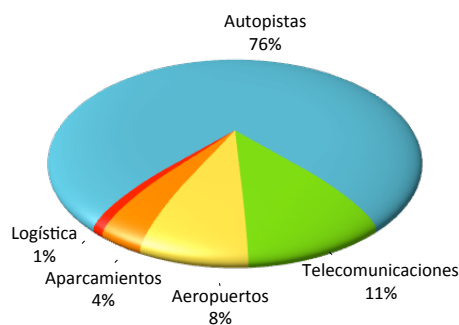
Colombia, el de Montego Bay en Jamaica y el de Santiago de Chile, todos ellos gestionados por DCA en consorcio con otras entidades, como Aena, FCC, etc. El número de pasajeros total de dichos aeropuertos en el momento de la compra superaba los 34 millones de pasajeros anuales. Con esta adquisición Abertis consolidaba su presencia en la gestión aeroportuaria de Latinoamérica. Antes, en 2006, Abertis había cerrado su mayor operación internacional, al liderar el consorcio que compró al Estado francés el 75% de **Sanef**, el mayor operador de autopistas francesas. El porcentaje restante, adquirido a los accionistas privados en Bolsa al mismo precio de 58 euros/acción con una prima del 13% supuso una valoración total de la empresa de 5.325 M €, a un múltiplo aproximado de 8 veces EBITDA. Sanef era la cabecera de un grupo que contaba en el momento de su adquisición con total de 1.374 km de autopistas en servicio, principalmente ubicados en el norte y noreste de Francia, así como con cuatro de las siete salidas de París. En el momento de la adquisición, Sanef representaba en volumen de negocio casi 2/3 de Abertis, lo que al consolidarla, hizo que sus magnitudes de ingresos y resultado de explotación se incrementaran en un 60% sobre sus antiguos resultados, ampliando asimismo el período medio de sus concesiones. Como contrapartida, la financiación de la compra supuso un endeudamiento adicional para Abertis de 4.600 M €, lo que disparó su ratio Deuda Neta/EBITDA de 3,4 a 6,5, valiéndole una rebaja de calificación por parte de las principales agencias. Con la adquisición de Sanef, Abertis pasaba a ser el segundo operador europeo de autopistas por detrás de Autostrade y diversificaba geográficamente sus kilómetros, representando España el 51% del total, Francia el 37%, Reino Unido el 7%, quedando el 5% restante en Latinoamérica y otros países. En febrero de 2007, Abertis acordó con Caisse des Dépôts uno de sus socios en el consorcio HIT transferirle el 5% adicional hasta el 15%, quedando por tanto Abertis con un 52,5% del holding, con lo que la inversión total en Sanef fue de 2.800 M €. Por último, dentro del área de telecomunicaciones, en 2006 adquirió el 32% de Eutelsat, el satélite europeo de comunicaciones, por 1.070 M €, convirtiéndose en el accionista de referencia de la compañía. Eutelsat, con una flota de 23 satélites, daba cobertura a todo el continente europeo y áreas significativas del resto del mundo. En total emitían la señal de más de 2.400 canales de televisión dando servicio a más de 120 millones de hogares, siendo utilizados a su vez por una amplia gama de servicios de telecomunicaciones, redes empresariales, mercados de banda ancha y servicios de transporte terrestre marítimo y aéreos. Sus ingresos de e 791 M € en 2006 le situaban como el tercer operador de satélites del mundo, con una cuota de mercado del 30% en Europa y del 13% a nivel mundial. La participación del 32% convertía a Abertis en accionista de referencia de la junto a Caisse de Depots con un 25,5%, quedando el resto cotizado en la Bolsa de París.

Fig. 13. Abertis. Ingresos por área (2007)



Fuente: Abertis Informe Anual

Fig. 14. Abertis. Ingresos por actividad (2007)



A finales del período, con su política de adquisiciones internacionales, Abertis había logrado diversificar geográficamente su negocio, aunque no tanto en cuanto a operaciones, que seguían muy vinculadas a las concesiones de autopistas (Figura 13 y 14).

5. FCC

FCC, resultado de la fusión de Construcciones y Contratas, proveedor de servicios por excelencia y Fomento de Obras y Construcciones (FOCSA), inició su andadura internacional con la creación ese mismo año de una filial en Portugal, adjudicataria de algunos tramos de autopista en el país, seguida por otra en Marruecos que realizó parte del gasoducto Magreb-España. En el ámbito del saneamiento, sus primeras actividades internacionales se centraron en Reino Unido, Francia y Venezuela, de forma que en 1994 un 17% del total de su negocio de saneamiento provenía del exterior. En 1999 suscribió el primer contrato de gestión medioambiental con financiación privada que se realizaba en el Reino Unido, constituyendo más tarde dos Joint-ventures con Dragados y Construcciones para aunar esfuerzos en el mercado internacional, en un consorcio en el que Dragados aportaba su experiencia internacional en construcción, sobre todo en viales, mientras que FCC ponía su know-how en el área de servicios urbanos, gestión del agua y tratamiento de residuos. A finales de los años 90, la actividad internacional del grupo FCC suponía un 18,7% de la cifra de negocios consolidada. Hasta entonces, la expansión exterior se había realizado bien por inversión directa, bien por JVs, como lo reflejaba la propia empresa en que abogaba por la toma de participación en el capital de sociedades con buena implantación en sus respectivos mercados, manteniendo el Grupo FCC una posición minoritaria en el accionariado, de forma que le permitiera, en unión del socio local, tener conjuntamente el control de la empresa⁹³. Siguiendo esta pauta, en 2000 se alió con la francesa Vivendi Environnement, líder mundial en servicios de agua y medio ambiente, para la expansión de esta actividad en Latinoamérica, constituyendo la Sociedad Conjunta FCC_Vivendi Proactiva Medioambiente, que contaba con más de 50 empresas que operaban en toda Latinoamérica desde México a Argentina, alcanzando 360 M € de facturación en 2000. Por su parte la división de construcción, por el contrario, tenía una estrategia más selectiva centrándose únicamente en desarrollar su presencia permanente en países concretos y en proyectos con un claro componente concesional⁹⁴. En lo referente a adquisiciones internacionales, hasta 2000, la actividad de FCC fue muy escasa, limitándose al ámbito cementero, a través de su participada Portland Valderrivas (fusionada en 2002), quien conjuntamente con Cementos Leona compró en 1988 una pequeña compañía estadounidense llamada CDN con una fábrica en Maine (EEUU). Ya en 2000, Portland dio un salto cuantitativo importante al lanzar una OPA sobre **Giant Cement Holding**, la cuarta compañía cementera de la costa este de Estados Unidos con fábricas en Carolina del Sur y Pensilvania, por 343 M \$, teniendo así acceso a un mercado de consumo de cemento con fuerte crecimiento, provocando que un 30% de la actividad cementera del grupo proviniera del negocio internacional. Posteriormente se procedió a la reestructuración del grupo en EEUU, vendiendo algunos activos de Giant y transformando la fábrica en Maine. Finalmente éste fue uno de los activos enajenados en 2010 como parte de su programa de reducción de deuda por un valor de 700 M \$.

⁹³ FCC Sala de Prensa. Noticias. 15/02/2000

⁹⁴ La dimensión Internacional del Grupo FCC. Marcelino Oreja.

Igualmente, la adquisición por parte de Portland del 51% de Uniland a finales de 2006 le dio acceso al negocio internacional de esta última, quien había realizado algunas adquisiciones de pequeño tamaño, como la Société de Ciments d'Enfidha (1999) y Sélect Béton (2000) ambas en Túnez, cinco centrales de alquitrán en Argentina (2000), Southern Cement Limited en el Reino Unido (2004) y por último el 75% de Gulfland Cement en Estados Unidos (2006). Todas ellas, permitieron que la cifra de negocio internacional de Portland en 2007 representara un 30% del total de facturación (12% en Túnez, 9% en Argentina, 3% en Uruguay y 6% en el resto de países).

Aparte del negocio cementero descrito, la expansión internacional FCC discurría por los cauces del *greenfield investment*, mediante la creación de filiales que se adjudicaban concursos, tanto de gestión de saneamiento, construcción de infraestructuras en los países de destino o mobiliario urbano. Así, su filial Cemusa se adjudicó concursos de mobiliario urbano tan sonoros como los de Nueva York, Miami y San Antonio en EEUU o Brasilia, Rio de Janeiro y Belo Horizonte en Brasil y la primera empresa privada de saneamiento urbano de Buenos Aires. No es hasta el plan estratégico 2005-2008, que entre sus objetivos fijaba duplicar la cifra de ventas y EBITDA, incrementando su negocio exterior hasta el 35% del total de la actividad, cuando FCC se lanza a una serie de adquisiciones internacionales. En Austria, FCC adquirió a EdF por 227 M € la empresa **ASA**, especializada en la gestión de residuos urbanos, con operaciones en República Checa, Eslovaquia, Hungría, Rumanía y Polonia, a la que siguió **Alpine**, la segunda empresa constructora austríaca igualmente con notable presencia en los países del este de Europa. En el momento de la compra, la compañía facturaba 2.200 M € fundamentalmente en obra civil y edificación y el precio de adquisición fue de 484 M €. Asimismo en República Checa compró la compañía **SmVak** de tratamiento de aguas por 172 M €, la tercera empresa del sector en el país, igualmente con presencia en otros países de la antigua órbita soviética. Sin embargo, la adquisición más importante se produjo a finales de 2006 y fue la de **Waste Recycling Group**, una firma líder de gestión de residuos en el Reino Unido, con plantas de reciclaje y una red nacional de estaciones de transferencia y reciclado de residuos así como dos incineradoras, entre ellas la mayor del país, por la que pagó 1.693 M € y refinanciando una deuda de 280 M €. WRG aportó al grupo FCC una cifra de ingresos anuales de casi 900 M €, con lo que la facturación internacional de FCC pasó a representar el 35% del total frente al 20% anterior, consiguiendo así el objetivo de internacionalización expresado dos años antes. En esta misma área, la compañía española adquirió por 183 M de dólares a Siemens Water Technologies sus dos filiales estadounidenses especializadas en el tratamiento y recuperación de aceites industriales, con sede en Houston (Texas) y operaciones en 21 estados del Este y Sur de los Estados Unidos, convirtiéndose así en el segundo operador de residuos industriales del país. Por último, en el ámbito aeroportuario, su filial Flightcare adquirió en 2006 **Aeroporti di Roma**, operadora del *handling* en los aeropuertos de Ciampino y Leonardo da Vinci por 75,3 M €, añadiendo ambos a los tres aeropuertos belgas, incluido el de Bruselas, que le fueron adjudicados tras la liquidación de activos de la compañía Sabena. A finales de 2007, FCC había conseguido avances significativos en su afán de internacionalización, logrando que 36% de sus ingresos provinieran fuera de España, fundamentalmente en las áreas de construcción (41%) y servicios (36%). Como contrapartida, el fondo de comercio registrado en sus libros por adquisiciones internacionales ascendía a más de 1.250 M €, aproximadamente un 50% del total del Grupo, con un endeudamiento de 4 veces EBITDA, en buena parte motivado por el fuerte ritmo de adquisiciones exteriores de finales del período.

6. Otras empresas adquisitivas del sector de la construcción e inmobiliario: ACS, Sacyr, Metrovacesa y Colonial.

6.1. ACS

La actividad internacional del grupo ACS vino de la mano de Dragados, una vez ambas empresas se fusionaron en 2003 dando lugar al mayor grupo constructor español. Dragados aportó a la nueva compañía una dilatada experiencia en la exportación de construcción, de la que fue pionera en la década de los sesenta, habiendo acumulado una amplia experiencia internacional sobre todo en países de América del Sur, Caribe, Norte de África y Oriente Medio. A consecuencia de las crisis del petróleo de los años 70, dicha expansión se frenó para volver a despegar lentamente a raíz del ingreso de España en la UE en 1986. En 1995 la facturación de las actividades internacionales tan solo suponía un 14% del total del grupo. Sin embargo, la puesta en marcha en los años siguientes de varios planes de expansión internacional, incluyendo la compra de la constructora holandesa HBG, hizo que en 2002, un año antes de su integración en ACS casi el 60% de la facturación de obra civil procedía del exterior, con especial presencia en Europa. Entre las empresas extranjeras que Dragados aportó al incorporarse en 2003 se encontraban: Dyvcesa, con actividades de obra civil y edificación en Venezuela, Dycasa, explotación de viales en Argentina y Sopol con actividades de infraestructuras y edificación en Portugal. En 1997 Dragados adquirió el 50% de Via Engenharia, sociedad de construcción y concesiones en el mercado de Brasil. Asimismo, a través de Aúrea, aportó al grupo todas las concesiones de infraestructuras gestionadas por Valora 2000 en el exterior, y posteriormente integradas en Abertis. A principios de 2002 compró por 756 M € la holandesa **HBG** con sede central en Holanda e implantación en Europa y Estados Unidos. A pesar de que ello suponía crear el tercer mayor grupo constructor de Europa; sin embargo la llegada de ACS, cuya estrategia centraba el negocio en España, provocó que HBG fuera vendida tan sólo cuatro meses más tarde, incluso con minusvalías de 40 M €. Así, la vuelta al mercado exterior no se produjo hasta 2007, con la adquisición del 25,1% del grupo alemán de construcción y concesiones **Hotchief** por 1.264 M €, convirtiéndose así en accionista de referencia de la misma. Hotchief, líder del negocio de construcción en Alemania y tercera constructora del mundo por volumen de ventas, era además el octavo promotor privado de concesiones de infraestructuras y una compañía fuertemente internacionalizada, que obtenía más del 80% de su facturación fuera de su país de origen. Entre ellas, los aeropuertos de Atenas, Dusseldorf, Hamburgo y Sidney, y varias autopistas en Austria, Chile, Australia y Filipinas. La entrada en Hotchief permitía a ACS el acceso a mercados completamente ajenos a su sector de influencia, muy especialmente Estados Unidos, Europa Central y Asia. Si bien, a finales de 2007, ACS era una de las empresas del sector menos internacionalizadas, con solo un 24% de sus ingresos provenientes del exterior, la compañía definió una clara estrategia de apertura exterior, como lo prueban las adquisiciones de empresas constructoras en Estados Unidos en 2008 y 2009 que contribuyeron a incrementar la cartera de obra en ese país hasta los 2.500 M €. Igualmente, en ese último año, ACS incrementó su participación en Hotchief hasta el 29,98%, quedando el resto como *free float*. Según la propia empresa, la expansión en el extranjero tenía como objetivo conseguir como parte importante de la estrategia de ACS que a medio plazo la cartera internacional alcanzara el 50% del total ⁹⁵.

⁹⁵ ACS Presentación de la compañía.

6.2. Sacyr Vallehermoso (SyV)

El recorrido internacional de Sacyr comenzó en 1997 cuando logró su primera concesión fuera de España, que comprendía la construcción, mantenimiento y explotación de 229 kilómetros de autopista en uno de los nueve tramos de la Ruta 5, la carretera más importante de Chile. A ella le siguieron nuevas adjudicaciones, hasta que en 2000 dio el salto a Portugal, entrando en el capital de la constructora **Somague**, la mayor de Portugal, adquiriendo el 27,5% de la misma mediante ampliación de capital. La fusión con Vallehermoso en 2003, no solo le aportó la masa crítica que precisaba para entrar en el Ibex-35 sino que diversificó su actividad abriéndola al ámbito inmobiliario, dentro de un proceso que culminó al entrar en el consorcio que adquirió la empresa nacional de autopistas ENA a la SEPI. El resultado fue una empresa diversificada en construcción, inmobiliaria y concesiones con una facturación superior a los 3.000 M €, de los cuales solo un pequeño porcentaje era internacional. Es en Diciembre de ese mismo año, cuando SyV adquiere el 64,3% del capital de la portuguesa Somague, a la que en 2004 sigue una ampliación de capital y una OPA de exclusión sobre el 6% de *free float* que aún no controlaba. La adquisición se hizo mediante la emisión de acciones de Sacyr, valorando el 100% de Somague en 256 M €. La constructora, la segunda de Portugal por ingresos, si bien con un escaso resultado de explotación, le aportaba a Sacyr la concesión de cinco autopistas (3 en Portugal y 2 en Brasil) y una importante cartera de obra civil con unos ingresos totales de 730 M €. Sin embargo, la gran adquisición internacional del grupo SyV tuvo lugar en 2006, al entrar en el capital la constructora francesa **Eiffage**, la tercera del país, tras Vinci y Bouygues, con presencia en 15 países y cuya actividad abarcaba todo el abanico de la construcción y explotación de infraestructuras, con una cifra de facturación que en 2005 excedía los 9.000 M €. La justificación estratégica de la compra se basaba en que la empresa resultante se beneficiaría de una cartera de actividades equilibrada tanto en términos de competencias profesionales como de presencia geográfica, lo cual le garantizará una diversificación de los riesgos un firme potencial de crecimiento. En febrero de 2006, SyV hizo público que había alcanzado el 5% del capital, participación que fue incrementando a lo largo de los meses siguientes hasta alcanzar el 33,32% en abril de 2007, por el que había desembolsado aproximadamente 1.770 M €. La francesa, con objeto de obstaculizar una OPA por parte del grupo español quiso adoptar medidas defensivas, no permitiendo el voto de los accionistas españoles (acusados de concertación) en su Junta y proponiendo una ampliación de capital no dineraria entre otras medidas defensivas, lo que obligó a SyV a ejercer la minoría de bloqueo en dicha asamblea⁹⁶. La OPA sobre el 66,68% del capital que no controlaba se lanzó inmediatamente después, ofreciendo 12 acciones de Sacyr por 5 de Eiffage, lo que suponía una prima del 24% sobre el cierre del día anterior y 30,6% sobre la base de la cotización del mes previo a la oferta; es decir, una valoración aproximada de 6.500 M € por dicho porcentaje. La OPA, condicionada a la obtención de al menos el 60% de los derechos de voto de la francesa, fue rechazada no sólo por la dirección de la Compañía, sino por la Autoridad de los Mercados Financieros de Francia (AMF), al considerar que había existido concertación con otros accionistas españoles para tomar el control de la sociedad gala, obligándola a lanzar una oferta en metálico y no con canje de acciones.

⁹⁶ CNMV Hecho Relevante 20393. 19/04/2006

Tras el recurso de Sacyr, se produjo una situación de bloqueo, con el asunto en manos de los tribunales franceses, que incluso tuvo repercusiones políticas⁹⁷. El proceso culminó en febrero de 2008 con la venta de la totalidad de acciones que SyV poseía en Eiffage a un grupo de inversores franceses por un total de 1.920 M €, destinados en su gran mayoría a cancelar los diferentes préstamos que financiaron la adquisición y que ascendían a 1.713 M €. Este acuerdo ponía fin a las acciones judiciales ejercitadas entre las partes y cerraba el capítulo exterior más relevante de Sacyr.

6.3. Metrovacesa

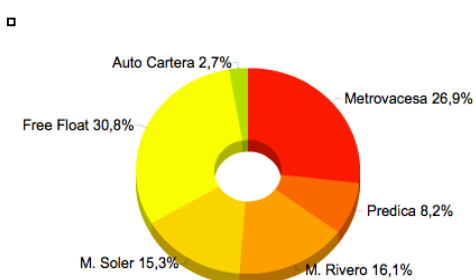
La inmobiliaria, resultado de la fusión en 1988 de las Compañías Metropolitanas Urbanizadora e Inmobiliaria con Vacesa, se unió a Bami en 2003 convirtiéndose en la de mayor capitalización del país y entrando a forma parte del Ibex. La gran operación de internacionalización de Metrovacesa se inició en 2005 con la adquisición a AGF del 30% del capital de **Gecina**, una de las mayores inmobiliarias francesas, porcentaje que le obligó a lanzar una OPA sobre la totalidad de las acciones a un precio de 89,75 euros, con una prima del 11,3% sobre la última cotización. La oferta que suponía valorar la empresa en 5.500 M €, financiados íntegramente con deuda bancaria, finalmente fue aceptada por el 68,4% del capital, y en 2006, Metrovacesa incorporó en sus libros los resultados de Gecina, lo que supuso que más del 50% de sus ingresos y su beneficio provinieran de la actividad internacional, específicamente de Francia. La principal razón estratégica para la adquisición era la diversificación geográfica y de negocio que suponía Gecina, reduciendo la exposición a la promoción residencial e incrementando el de alquiler, con ingresos recurrentes y menos sometidos al ciclo económico. Desde un punto de vista financiero, se trataba además de aprovechar las nuevas disposiciones legislativas relativas a las sociedades francesas de inversión inmobiliaria cotizadas, cuyos ingresos por alquileres estaban exentos del impuesto de sociedades, lo que reducía la tasa efectiva de impuestos del nuevo grupo en futuros ejercicios, y servía como flujo adicional a tener en cuenta en la valoración. La unión de ambas empresas supuso la creación del mayor grupo inmobiliario cotizado de la Europa continental en términos de patrimonio inmobiliario, con activos valorados aproximadamente en 13.600 M €, un 75% de los cuales en alquiler. Dicho patrimonio, repartido de forma equilibrada (60% en Francia y 40% en España), no solo aseguraba una buena diversificación geográfica, sino que convertía al grupo en un actor de referencia en el sector de oficinas, con un patrimonio combinado de 6.200 M €, muy concentrado en París (72% del total) y Madrid (25% del total). Sin embargo, la lucha por el control de Metrovacesa entre los dos accionistas mayoritarios, dio al traste con la operación, siendo Gecina la moneda de cambio para resolver las diferencias societarias. Así en 2007 se decidió que uno de ellos se quedara como socio de referencia en ella; si bien segregando ciertos activos (edificios en el centro de París), que se quedaron en la nueva Metrovacesa, controlada por el grupo rival. En febrero de 2009, al concluir sin acuerdo las negociaciones para la refinanciación de la deuda, seis de los bancos acreedores se hicieron con el 65% del capital de Metrovacesa, lo que motivó que Gecina cancelara la última parte de la segregación que contemplaba la adquisición por parte de la francesa del 26,9% de las acciones que Metrovacesa tenía en su capital, a cambio de activos en París valorados en 2000 M €. En consecuencia, a finales de 2009 tanto los dos inversores españoles como Metrovacesa seguían siendo aún accionistas de Gecina (Figura 15).

⁹⁷ Sarkozy impulsa un grupo público francés para que eche a Sacyr del capital de Eiffage. El Mundo. 09/02/2008

6.4. Inmobiliaria Colonial

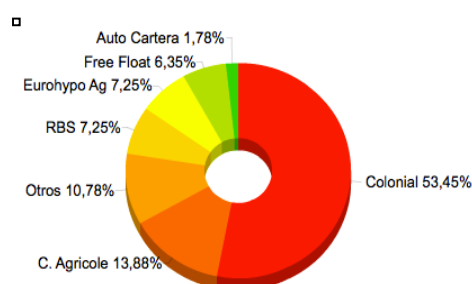
La principal incursión en el exterior de Inmobiliaria Colonial fue igualmente en Francia, donde en junio de 2004 adquirió el 55,6% de de **Société Foncière Lyonnaise (SFL)** a un grupo de accionistas (Aviva, Exor, Grosvenor y Société Générale) por un total de 759 M € a un precio por acción de 38 euros y con una prima del 8,1% sobre la última cotización previa al anuncio y del 13,8% sobre la media del último año. Seguidamente, y de acuerdo con la legislación francesa, Colonial lanzó una OPA en efectivo por el resto del capital en las mismas condiciones económicas, haciéndose con el 95,12%, llegando inmediatamente después a un acuerdo con la sociedad Predica, perteneciente a Crédit Agricole y experta en el mercado inmobiliario francés, para venderle el 9,6% del capital al mismo precio, de forma que la española quedó con un 86% mediante un desembolso neto de 1.405 M €. Los activos de SFL, valorados en 2.486 M €, estaban compuestos por 49 inmuebles con más de 420.000 m2 de superficie en las zonas de mayor prestigio de París, correspondiendo un 78% a oficinas y un 15% a locales comerciales. La adquisición suponía doblar el tamaño del patrimonio en renta de Colonial así como los ingresos por alquileres, creando de esta forma un grupo líder en el mercado de oficinas de alta calidad de París, Madrid y Barcelona. En base a esta operación, el endeudamiento de Colonial, que a diciembre del 2003 era del 28% medido como deuda/valor de mercado de los activos, se situaría en el supuesto de tener un éxito del 100% en la Oferta Pública de Adquisición en un ratio del 63%, previendo la empresa reducirlo al entorno del 50% mediante la generación de caja y la venta de activos. Sin embargo, el estallido de la burbuja inmobiliaria produjo el efecto contrario, multiplicando la deuda de Colonial con los bancos hasta un récord de 7.221 M a junio de 2007, equivalente al 65,1% del valor de los activos. Como parte de las negociaciones para la reestructuración de la deuda, que terminaron con los bancos acreedores como accionistas de la empresa, se otorgó a los mismos una opción de compra sobre el 33% del total de SFL a un precio de 35 Euros por acción. La opción fue ejercida de forma que el 7,25% del capital pasó a cada uno de los mayores bancos, Calyon, Goldman, RBS y EuroHypo, más un 4% a otros acreedores; manteniendo aún Colonial una posición mayoritaria en SFL, que se mantiene a mediados de 2010 (Figura 16).

Fig. 15. Accionariado de Gecina a Dic.2009



Fuente: Gecina

Fig. 16. Accionariado de SFL a Junio 2010



Fuente: SFL

7 – Resultado del proceso. Posicionamiento internacional de las constructoras españolas

7.1. Dimensión y Diversificación

El proceso de internacionalización descrito cambió el perfil de las constructoras españolas respecto a la década anterior, incrementando notablemente su dimensión. Como consecuencia de ello, a finales de 2007, tres de las siete mayores constructoras europeas eran españolas (Tabla 3) y según la revista americana Public Works Financing, las seis mayores compañías del sector en España (ACS, Ferrovial, Sacyr, OHL, Abertis y FCC) se encontraban entre las 12 primeras del mundo por obras en ejecución, concesiones de gestión de infraestructuras de transporte (autopistas, puertos, aeropuertos y ferrocarriles) y obras en proceso de licitación, superando los 150 MM \$ el valor agregado (deuda y capital) de los proyectos en los que se encontraban constructoras españolas (Tabla 4). Esta mayor dimensión no solo se vio reflejada en los rankings internacionales sino en el índice de la Bolsa española, de forma que a finales del período más del 20% de las empresas del Ibex-35 provenían del sector, sin duda uno de los índices con mayor peso de firmas constructoras e inmobiliarias.

Tabla 3.- Ranking 2007 de mayores constructoras

Constructoras	Ingresos	% Intern.	Capitalización (M €)
Vinci	30.428	35%	22.400
Bouygues	29.613	30%	19.808
ACS	21.312	24%	14.344
Hochtief	16.452	87%	6.440
Skanska	15.502	73%	5.400
Ferrovial	14.630	63%	8.205
FCC	13.881	36%	6.711

Fuente: Memorias anuales y elaboración propia

Tabla 4.- Desarrolladores de infraestructura por capital invertido

Compañía	M \$
Ferrvial-Cintra	68.200
Macquarie (Australia)	47.100
ACS (Iridium Concesiones)	33.300
Vince-Cofiroute (Francia)	24.140
Hochtief (Francia)	22.320
Sacyr (Itinere)**	19.770
Abertis	19.100
Bouygues (Francia)	13.500
OHL	13.100
Global via (FCC-Caja Madrid)	12.550

*Valor agregado de los proyectos (deuda capital) en los que ha estado involucrada una compañía entre 1995 - 2006
 **No refleja la venta de Itinere a citi Infraestructure

Fuente: Public Works financing Nov 2008

El grado de internacionalización promedio alcanzado durante el período fue del 35%, liderado por Ferrovial, la más internacionalizada de todas ellas con un 63% de ingresos provenientes del extranjero, Abertis (48%) y FCC (36%). De acuerdo a los datos de SEOPAN, a finales de 2007, dos empresas, Ferrovial y ACS suponían más de las tres cuartas partes de la actividad exterior seguidas por Sacyr (9,3%), Acciona (5,6%) y FCC (4,6%). Además, como se ha visto, muchas de las adquisiciones exteriores se orientaron a otros negocios ajenos a la propia construcción, lo que unido a la anterior diversificación en el propio mercado doméstico, hizo que su dependencia de la construcción se redujera hasta el 42% de su cifra de ingresos, en detrimento de las concesiones y los servicios medioambientales y logísticos que ganaron un peso del que anteriormente carecían (Tabla 5).

Tabla 5. Porcentaje de ingresos por actividad y área geográfica

Empresa	Construcción	Inmobiliario	Concesiones	Energía	Serv. y log. Medio-ambiental	Otros	Total	Nacional	Internacional
Ferrovial	36%	0%	33%	0%	31%	0%	14.630	37%	63%
Abertis	0%	0%	89%	0%	0%	11%	3.620	52%	48%
FCC	50%	3%	0%	0%	34%	13%	13.881	64%	36%
OHL	85%	0%	11%	0%	4%	0%	3.764	70%	30%
ACS	34%	0%	0%	28%	13%	25%	21.312	76%	24%
Sacyr	56%	24%	9%	0%	11%	0%	5.760	79%	21%
Acciona	46%	6%	0%	29%	19%	0%	7.953	81%	19%
Total	42%	3%	13%	12%	20%	11%	3.765	65%	35%

Dentro de la diversificación, mención aparte merece la incursión de las constructoras en el sector energético, como fue el caso de Acciona que logró hacerse con una buena parte del área de renovables de Endesa. Para otras, sin embargo, esta toma de posición no pasó de ser una fuente de endeudamiento altísimo debido a los enormes precios pagados por dichas participaciones, caso de Sacyr en Repsol y ACS en Iberdrola, parcialmente desinvertidas con posterioridad.

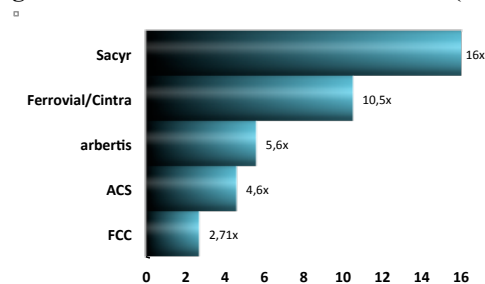
7.2. Acceso a grandes proyectos

La internacionalización del sector no solo tuvo efectos en la mayor dimensión de las compañías, sino que la experiencia y el prestigio adquirido por muchas de ellas en la ejecución de obras internacionales de evidente complejidad, las situó en una magnífica posición para conseguir otros grandes contratos, sobre todo en el área de autopistas, y ferroviario. Entre las más importantes podrían citarse la autopista fronteriza entre Estados Unidos y Canadá (1.000 M €) adjudicada a ACS y Acciona, el ferrocarril Ural Polar en Rusia (1.500 M €) por parte de OHL, la ampliación del canal de Panamá por parte de Sacyr (2.300 M €), la primera línea de metro de la Ciudad de Panamá por parte de FCC (1.000 M €), la nueva T2 del aeropuerto de Heathrow construida por Ferrovial (900 M €) o el tren de alta velocidad Medina-La Meca adjudicado a un consorcio español. Todos estos proyectos no podrían haber sido abordados sin *el know how*, el prestigio adquirido y el músculo financiero que les proporcionó su internacionalización e hizo de ellas un referente a nivel mundial.

7.3. Estructura Financiera.

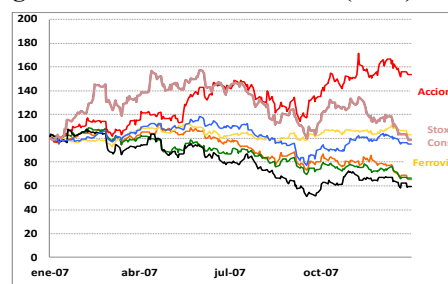
Si bien las adquisiciones internacionales produjeron los beneficios ya descritos en cuanto a diversificación operacional y geográfica así como al acceso de obras y concesiones de mayor envergadura; sin embargo incrementaron sobremanera la deuda en los balances de las empresas hasta niveles considerados peligrosos en cuanto a su solvencia. A finales de 2007, el ratio promedio Deuda/EBITDA de las empresas analizadas se situaba en 6,9 veces, frente a 3 del conjunto de empresas del Ibex-35 (Fig. 17), algo que comenzó a afectar su credibilidad financiera dando lugar a fuertes caídas en la cotización de estas firmas (Fig.18), mucho mayores que las que cabría esperar por efecto de la mera reducción de beneficios, y claramente lastradas por la posibilidad de insolvencia. Aunque una parte de esta deuda procedía de proyectos público privados fuertemente apalancados, y por tanto sin recurso a la matriz; sin embargo sí computaba en el total de cada compañía, alcanzando niveles muy elevados, como era el caso de Sacyr, tras su adquisición del 20% de Repsol y de Ferrovial tras la compra de BAA. Como se verá más adelante, a partir de 2008, una vez iniciada la crisis de deuda, este alto apalancamiento tuvo consecuencias en la estrategia y desarrollo de estas firmas.

Fig 17. Deuda Financiera Neta/EBITDA (2007)



Fuente: Informes anuales

Fig 18. Cotizaciones del Sector (2007)



Fuente: Datastream

Bibliografía

ABC 18 de enero 2009: "La caída de la construcción arrastra a todo el macrosector"

El Economista 20 de diciembre de 2008: "Rivero pide paralizar su 'divorcio' con Sanahuja y reabre un frente de batalla".

Expansión, martes 19 de agosto de 2008: "Ferrovial completa la refinanciación de BAA en plena crisis crediticia".

DBK Consultores (2007). Informe especial de la Obra Civil. Noviembre 2007

ICE abril-mayo 2002 N° 799: "La dimensión internacional del grupo FCC"

Financial Times 22 de agosto de 2007: "Spain builds inroads into Eastern Europe".

Foncillas Casaus, Santiago (2002) La política de internacionalización en la estrategia empresarial del grupo dragados. ICE, Empresas multinacionales españolas Abril-Mayo 2002 N° 799.

Fernández Otheo, C. M. (1988): Exportaciones de tecnología española: los proyectos industriales y de construcción en el período 1968-1982, Madrid, Universidad Complutense, tesis doctoral inédita.

García López, M. J. y Úbeda, F. (1997): «FCC. Firmeza, coherencia y competitividad en su estrategia de internacionalización», en Durán, J. J. (coord.), Multinacionales españolas II. Nuevas experiencias de internacionalización, Madrid, Pirámide

Julián, R. y Mascareñas, J. (2014). La financiación de proyectos (Project Finance). Monografías sobre Finanzas Corporativas. <http://ssrn.com/abstract=2407394>

La Gaceta de los Negocios, 6 de marzo de 2003: "Ferrovial cierra el año como la compañía más internacional".

Medall Vela, Francesc (2006) Estrategias de internacionalización de las constructoras españolas. Universitat Politècnica. <http://upcommons.upc.edu/pfc/handle/2099.1/3304>

Revenga Martínez de Pazos, Alicia. "Internacionalización de la empresa constructora española, SEOPAN."

Revista de Obras públicas junio-agosto 2000 N° 3.400: "El sector de la ingeniería civil y las infraestructuras: El reto de la internacionalización"

Villanueva Torres, Eugenio (2009) Las grandes empresas constructoras españolas. crecimiento e internacionalización en la segunda mitad del siglo XX, N.º 849 ICE La internacionalización de la empresa española en perspectiva histórica, julio-agosto 2009.

7 - El Sector de Telecomunicaciones

1. Los procesos de privatización y desregulación previos a la internacionalización del sector de telecomunicaciones

Para algunos autores, el proceso de liberalización de las telecomunicaciones es, junto con el de la energía, el experimento de reforma de organización industrial, económica y jurídica, más trascendental de las últimas décadas (Ariño et al, 2004). La desregulación del sector a lo largo de las dos últimas décadas del siglo pasado propició oportunidades de expansión irrepetibles, lo que unido a la aparición de nuevas tecnologías, así como la universalización de la fibra óptica y las comunicaciones por satélite, telefonía móvil, Internet, etc., llegaron a dar la impresión de producir una difuminación total de las barreras entre la industria de las telecomunicaciones, los medios de comunicación y las tecnologías de procesamiento de la información (Gual, 2001). Esta conjunción que se dio en llamar TMT (*Technology, Media and Telecommunications*) fue el motor de la economía de la segunda parte de los años 90, que como es sabido acabó traduciéndose en una burbuja bursátil que finalmente estalló en 2001.

El punto de partida tuvo lugar en Estados Unidos, donde en los años setenta se iniciaron varios procesos judiciales que culminaron en 1984 cuando se decidió desintegrar verticalmente AT&T, romper su monopolio y fragmentarla en siete compañías locales (las Baby Bells). A partir de entonces se inicia un intenso proceso de liberalización que incluye la concesión de licencias de telefonía móvil, la apertura del mercado de la televisión por cable o la posibilidad de revender la capacidad excedentaria. Por último, en 1996 se aprueba una nueva Ley de Telecomunicaciones (Telecommunications Act of 1996) por la que se suprimen todas las barreras, de forma que las Baby Bells pueden entrar en el negocio de larga distancia, abriendo a cambio el mercado local a otros operadores. A Estados Unidos le siguió un pequeño grupo de países: Reino Unido y Suecia en Europa, Chile en Latinoamérica y Australia y Nueva Zelanda; e inmediatamente se vio que el nuevo marco de competencia tuvo unos efectos beneficiosos en estas economías, registrándose un importante crecimiento del sector de las comunicaciones, con reducción generalizada de precios, fuerte demanda y rápida innovación tecnológica (CEPAL, 1999). Este éxito hizo que la Unión Europea fijara la fecha de 1 de Enero de 1998 como objetivo para la liberalización completa de las infraestructuras de comunicaciones y el servicio telefónico. El proceso se hizo de forma progresiva, siendo sus principales hitos los siguientes (Arroyo Fernández, 1999; Ariño et al, 2004):

- 1987-88: Libro verde de las telecomunicaciones. Liberación de terminales.
- 1990: Liberalización de servicios de valor añadido. Oferta de Red Abierta.
- 1993-94: Decisión de liberalizar el servicio telefónico y las infraestructuras en 1998.
- 1994-97: Directivas configuradoras del marco legal de las telecomunicaciones liberalizadas (competencia plena, licencias, interconexión, servicio universal, telefonía)
- 1998: Entrada en vigor de la liberalización con prórrogas para algunos países.
- 1999: *Communications Review*: Propuesta de Nuevo Marco de regulación sectorial: hacia una regulación ex post.
- 2002-03 Directivas del Nuevo Marco de regulación sectorial (Directiva Marco, Acceso, Servicio Universal, Recomendaciones de Mercados Relevantes, etc.)

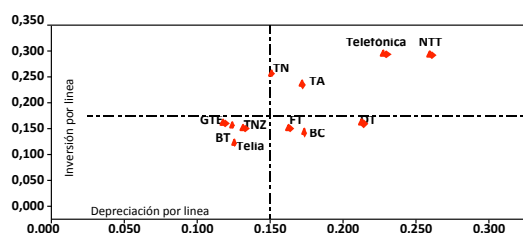
1.1. Privatización y desregulación en España

En España, la reforma del sector siguió las mismas pautas marcadas por Europa, impulsora de la misma. En 1988 entró en vigor la Ley de Ordenación de las Telecomunicaciones, que regulaba en nuevo marco de actuaciones y competencias de la empresa. En 1991 se firmó un nuevo contrato con el Estado para adecuar el marco de competencias de la empresa a lo establecido en la LOT; acuerdo que sustituía al anterior de 1946. Por último de cara a la completa liberalización del mercado que debía culminar el 1 de enero de 1998, se aprobó la transmisión de negocios a algunas filiales para dar respuesta a las necesidades del mercado, de forma que a lo largo de los siguientes años fueron naciendo Telefónica Móviles, Telefónica Páginas de Información (TPI) y posteriormente Terra Networks, que sumadas a la propia Telefónica de España constituyeron el nuevo grupo.

En aquel momento, y a pesar de la participación privada, Telefónica era una firma supervisada por el Estado, que con un 30% de las acciones, ejercía un control efectivo sobre la misma a través del nombramiento de consejeros y del delegado del gobierno en la empresa. La privatización de la compañía culminó el 18 de febrero de 1997, tras tres OPVs, en las que el Estado se deshizo de su participación. Estas ofertas tuvieron un carácter muy flexible en cuanto tiempo, forma y tipo de inversor, realizándose en tres etapas. La primera, en julio de 1987, correspondió al 6% de las acciones y supuso unos ingresos de 352 M €. Las acciones fueron colocadas enteramente a inversores internacionales en un afán por dar entrada al capital extranjero en lo que se consideraba la primera empresa española por tamaño. La segunda y tercera OPVs se dividieron en dos tramos, institucional y minorista, y en ambos casos, la demanda fue más de cuatro veces superior a la oferta. La segunda en 1995 fue por un 12% del capital, y reforzó el conocido como “nucleo estable” del accionariado, constituido por Argentaria, BBV y La Caixa, que alcanzaron un 9% del capital entre las tres. Por último, en febrero de 1997 el Estado procedió a la oferta de las últimas acciones de la compañía (197 M de títulos en total), en lo que fue la mayor OPV hasta la fecha, lo que a razón de 19,47 € por título le supuso unos ingresos de 3.786 M €, una cifra equivalente al 5% de la capitalización del Ibex-35 en aquel momento. Como colofón, el Estado se reservó la denominada “acción de oro”, por la que durante diez años dispuso de capacidad de veto sobre determinadas decisiones de la empresa (Mañas Antón, 1998).

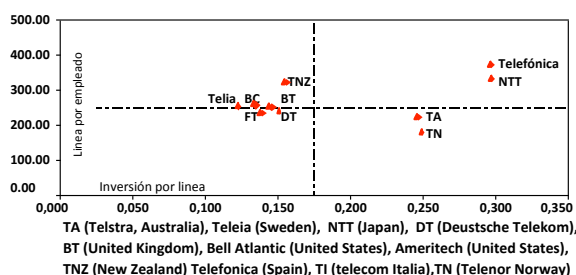
Aunque la española ya se caracterizaba desde hacía décadas, por asumir una gestión más ortodoxa que la mayor parte de sus homólogos europeos, precisamente debido a la participación minoritaria del Estado y a la disciplina que imponía cotizar en bolsa, la privatización total permitió acentuar el carácter empresarial de su gestión, pasando de ser una compañía de telefonía a un proveedor de servicios de comunicaciones y multimedia, capaz de competir en un mercado abierto. Ello le obligó a fortalecer su departamento de I+D y a incrementar su inversión en infraestructura trayendo como consecuencia una mejora significativa de productividad medida en términos de líneas por empleado (López S. 2003). Como consecuencia de ello, a finales de los 90, la firma española se encontraba entre las operadoras más eficientes del mundo en términos de líneas por empleado (Figuras 1 y 2), lo que le permitió incrementar sus beneficios, mejorando su posición financiera, posicionándose en una situación privilegiada para acometer el grueso de su expansión internacional dentro de un sector, las telecomunicaciones, que en esos momentos se encontraba creciendo muy por encima del promedio del resto de la economía.

Figura 1. Inversiones vs. Depreciación



Fuente: OCDE Communications Outlook

Figura 2. Productividad vs. Inversiones



TA (Telstra, Australia), Teleia (Sweden), NTT (Japan), DT (Deutsche Telekom), BT (United Kingdom), Bell Atlantic (United States), Ameritech (United States), TN2 (New Zealand) Telefonica (Spain), TI (telecom Italia), TN (Telenor Norway)

Como conclusión, puede afirmarse que el proceso de privatización y liberalización de las telecomunicaciones tuvo, entre otras, las siguientes consecuencias para Telefónica⁹⁸:

- La reorganización de su modelo de negocio dotando de mayor flexibilidad su estructura para dar una respuesta ágil y eficiente a un mercado competitivo.
- El lanzamiento y potenciación de nuevos productos y servicios que incrementaran el uso de las redes, así como la productividad por empleado.
- La profundización en la política de alianzas estratégicas globales
- La expansión y diversificación por mercados y servicios en los mercados exteriores, fundamentalmente en Latinoamérica.

Visto en perspectiva, es evidente que el Estado actuó con extrema cautela durante el proceso de liberalización mundial de las telecomunicaciones, de forma que Telefónica se viera fortalecida lo suficiente como para enfrentarse al nuevo escenario competitivo con éxito. A este respecto, las autoridades impulsaron la diversificación de la empresa tanto geográfica como en líneas de negocio, favoreciendo su expansión internacional, especialmente en América Latina, mercado que presentaba una baja penetración de telefonía y grandes potenciales de desarrollo a partir de una demanda contenida por la crisis de los años ochenta y las políticas de ajuste subsiguientes. Paralelamente el Estado dispuso otras medidas, entre ellas un máximo nivel de representación limitado al 10% en el Consejo de Administración de Telefónica, lo que colocaba un fuerte obstáculo a los eventuales intentos de compra hostil de Telefónica por parte de alguno de sus competidores en la industria, especialmente europeo⁹⁹

1.2. Privatización y desregulación en Latinoamérica

Las telecomunicaciones fueron un sector prioritario dentro de los planes de privatización de servicios públicos en la región. Sin embargo, a diferencia de los países desarrollados, donde la reorganización del sector se produjo una vez que los servicios básicos habían alcanzado prácticamente una cobertura total, tanto de población como de territorio; en Latinoamérica las entidades reguladoras incluyeron junto a la privatización, objetivos de universalización que implicaban implementar una política de expansión más dinámica. Como es sabido, en los países en desarrollo estas entidades, que habitualmente se caracterizan por poseer instituciones más débiles,

⁹⁸ Telefónica. Informe Anual 1995

⁹⁹ Informe CEPAL 2001

menos experiencia y recursos más escasos, no sólo tienen que desempeñar las tareas reguladoras de los países desarrolladas, sino que deben armonizarlas con los objetivos de desarrollo. (Giráldez Pidal, 2002). De hecho, la experiencia de la industria de las telecomunicaciones ha demostrado que se obtienen mejores resultados cuando la legislación en materia de telecomunicaciones establece “un código regulador que se puede hacer cumplir” (Cowhey y Klimenko, 2000). En este entorno, Puerto Rico en el Caribe, y Chile en Suramérica fueron los primeros países en privatizar el mercado de telecomunicaciones. Este último país, paradigma del liberalismo económico de la época, desreguló en 1987 todos los servicios de telecomunicaciones de la Compañía de Telecomunicaciones de Chile (CTC), a excepción del servicio básico de telefonía (cuota fija de instalación), mientras que Puerto Rico siguió el proceso de Estados Unidos y en 1992 privatizó los servicios de larga distancia y telefonía móvil. Argentina, privatizó su telefonía finales de 1990, adjudicando la parte norte del país al consorcio, liderado por Telefónica de España y la parte sur al consorcio Argentina Telecom, liderado por France Telecom. (Herrera, A., 1992). En ese mismo año, México también privatizó Telmex, aunque a diferencia de otros países, lo hizo a un solo operador liderado por Carlos Slim, lo que le otorgó un régimen de cuasi monopolio en telefonía fija hasta bien entrada la década siguiente (95% de cuota de mercado en 2003). A estas privatizaciones pioneras le siguieron Venezuela (1991), Perú (1994) y Brasil (1998), la mayor de todas ellas, que a pesar de la fuerte contestación social que produjo, le supuso al Estado carioca unos ingresos superiores a los 20.000 M \$¹⁰⁰.

Las características más destacadas de estos procesos pueden resumirse en las siguientes:

- La privatización siguió a acuerdos con la OMC y, aunque reservaron una parte a inversores locales, permitió la entrada de operadores extranjeros.
- Los procesos fueron dictados por las crisis monetarias y la necesidad de pago de la deuda externa¹⁰¹.
- Si bien al principio las privatizaciones carecieron de cláusulas claras de regulación y expansión en el territorio, más adelante fueron adecuándose para evitar situaciones monopolísticas.
- Los procesos facilitaron la internacionalización de las empresas europeas de telecomunicaciones, como Telefónica, France Telecom o Telecom Italia, acortando distancias con los operadores americanos, mucho más globales.

¹⁰⁰ Multinacionales Españolas en Iberoamérica p.223. Juan José Durán.

¹⁰¹ De hecho en Argentina, los consorcios ganadores debían estar constituidos por un operador extranjero, un grupo económico nacional y un banco acreedor de deuda externa argentina (Herrera 1992)

2. Telefónica

2.1. Estrategia de internacionalización de Telefónica

Por afinidad cultural y concurriendo la circunstancia de que precisamente a raíz del consenso de Washington, los países más liberales de Latinoamérica comenzaron la privatización de las telecomunicaciones, la Región se convirtió en el lugar idóneo para desarrollar el objetivo de Telefónica de convertirse en operador global. Este mercado no solo ofrecía un alto potencial de crecimiento (demanda insatisfecha e insuficientes inversiones en infraestructura) sino que abría la posibilidad de aprovechar sinergias operativas a partir de la implantación de sistemas comunes con el consiguiente fortalecimiento de la capacidad de negociación frente a los distintos grupos de interés (Rozas, P. 2003). Además, en un continente con un vasto territorio, la telefonía móvil permitía alcanzar una cobertura de población mucho mayor sin necesidad de la enorme inversión en infraestructuras que requería la telefonía fija, de forma que en muchos países con una cobertura geográfica relativamente reducida se lograba alcanzar a la gran mayoría de la población (Tabla 1).

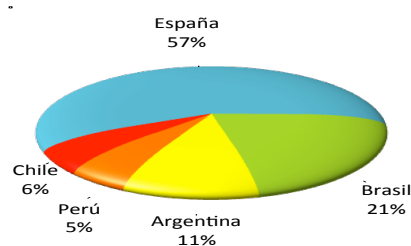
El proceso se inició a principios de los noventa con la privatización de las compañías telefónicas de Chile, Argentina, Perú y Venezuela, aunque no fue hasta el período 1996-2000 cuando a través de una sucesión de adquisiciones el grupo penetró con fuerza en Brasil y posteriormente en México, alcanzando ya en 2001 el puesto de primer operador global de telecomunicaciones en la región¹⁰², donde tenía radicados una cuarta parte de sus activos y donde generaba más de un tercio de sus ingresos y más del 40% del resultado bruto de explotación (EBITDA). Para entonces operaba en nueve países, si bien Brasil, Argentina, Perú y Chile representaban el 43% de sus ingresos en Latinoamérica (Figura 3).

Tabla 1. Telefónica. Cobertura en Latinoamérica

País	Cobertura geográfica	Cobertura población
Brasil	13%	91%
México	27%	88%
Perú	12%	68%
Colombia	8%	70%
Venezuela	17%	94%

Fuente: Telefónica. Informe anual 2007

Fig. 3. Ingresos tras la expansión en Latinoamérica (2001)



Fuente: Informe anual Telefónica 2001, Pag. 11

Excluyendo la última adquisición a Portugal Telecom en 2010 del 50% de la *Joint Venture* con la que ambas operaban en Brasil, puede afirmarse que únicamente dos grandes adquisiciones en la Región fueron posteriores a 2000, la del operador de móviles Pegaso en México (2002) y la compra a Bell South de sus activos en América Latina (2004). Esta última por valor de 3.252 M de dólares, consolidó la posición de liderazgo de la operadora española, incrementando notablemente su presencia en Centroamérica y reforzándola sensiblemente en Venezuela, Colombia, Chile y Argentina. Posteriormente, en 2005, la operadora puso en marcha una dirección de operaciones, con la finalidad de convertirse en una “fábrica” regional de servicios, que

¹⁰² CEPAL 2001

vertebrara las operaciones de la región y liderando la convergencia de los sistemas, redes y tecnologías desplegados por la operadora en el continente. Por consiguiente puede concluirse que la expansión en el continente se hizo en un cortísimo período de tiempo inferior a diez años, concentrándose más del 80% de las adquisiciones en tal solo tres años 1999-2001, en cuyo período Telefónica invirtió más de 15.000 M € en controlar mediante OPAs sus operaciones en Argentina, Brasil y Perú, pagadas con acciones, mediante la mayor ampliación de capital de su historia en la denominada operación Verónica.

La oportunidad de expansión en Europa se dio en 2000 con la subasta de licencias UMTS ((*Universal Mobile Telecommunications System*) de telefonía móvil de tercera generación (3G), a las que Telefónica concurrió constituyendo consorcios con otras operadoras del continente. En concreto se adjudicó las siguientes:

Alemania. Mediante el consorcio ORLA, participado por Telefónica Móviles en un 57,2% y la finlandesa Sonera en un 42,3%, se adjudicó una de las seis licencias por 8.414 M €, de los que a la española le correspondieron 4.845 M.

Italia. A través del consorcio IPSE 2000 de las sociedad Atlanet liderado por Telefónica Móviles con una participación del 46,1% obtuvo una de las dos licencias de mayor ancho de banda otorgadas por el gobierno italiano por 3.269 M €, de los cuales 1.490 M correspondieron a Telefónica

Austria. A través de la sociedad ·G Mobile Telecommunications, participada al 100% por Telefónica, que se adjudicó una de las dos licencias subastadas por un importe de 117 M €.

Como es sabido, los problemas sin resolver que planteó la tecnología UMTS hicieron que poco tiempo después de estas licitaciones casi todas las operadoras llevaran directamente a pérdidas el grueso de esta enorme inversión. En 2002, Telefónica decidió la paralización de toda la actividad comercial y el saneamiento de las operaciones de Telefonía Móvil de tercera generación fuera de España, lo que supuso un impacto de 9.445 M € de menor inmovilizado material en el Balance, que se tradujeron a 4.958 M € después de impuestos en la cuenta de resultados de dicho ejercicio¹⁰³. A partir de este punto, quedó muy claro que las futuras oportunidades de expansión en Europa solo podían venir a través de la adquisición de operadoras ya existentes, resultando muy limitadas las posibilidades en cuanto a potenciales países en los que introducirse y operadoras “objetivo” a las que poder adquirir. Finalmente sucedió con dos de ellas, Czesky Telecom y O2, permitiéndole esta última introducirse en los dos mayores mercados de Europa: Reino Unido y Alemania. Como conclusión, las características de la internacionalización de Telefónica pueden resumirse en las siguientes:

- Introducción inicial en Latinoamérica en función del proceso de privatización de los operadores nacionales, consolidándose Brasil y Argentina como países destinatario del grueso de la inversión.
- Fortalecimiento de su posición en cada país a través del lanzamiento de OPAs o posteriores adquisiciones sobre las operadoras en las que ya participaba.

¹⁰³ Telefónica Informe Anual 2002, pp.98 y 108

- Expansión en Europa como forma de contrarrestar el riesgo en Latinoamérica, y que tras un primer fracaso por las licencias 3G, culminó con la adquisición de O2 y de Czesky Telecom.

2.1.1. Expansión preliminar a 1996

El primer paso de internacionalización de Telefónica fue su cotización en la Bolsa de Nueva York en 1987, lo que comenzó a atraer la atención de los inversores extranjeros hacia su negocio. Las primeras participaciones significativas en empresas extranjeras se producen a partir de 1990, cuando un consorcio liderado por Telefónica y teniendo como socios fondos de pensiones chilenos, se hace con la adjudicación de la Compañía de Telecomunicaciones de Chile, correspondiéndole a la española un 44% del total. A ésta le sigue la toma de participación en TASA (Telefónica de Argentina SA), junto con CEI Citicorp, dentro de las privatizaciones llevadas a cabo por el gobierno Menem, y ya en 1991 el consorcio del que forma parte Telefónica Internacional resulta adjudicatario de la privatización de la operadora venezolana CANTV. Ese mismo año toma el control de Telefónica Larga Distancia de Puerto Rico, adjudicándose además una licencia de telefonía móvil en Rumanía y una de radio búsqueda en Portugal, hasta que por último en 1994, entra en Perú haciéndose con un 35% de Telefónica de Perú.

A finales de 1995, inicio del período de estudio, las principales participaciones internacionales de Telefónica eran las siguientes¹⁰⁴ :

- 43,6% de Compañía de Telecomunicaciones de Chile (CTC)
- 18,7% de Telefónica de Argentina (TASA)
- 35% de CPT – Telefónica del Perú
- 4,9% de CANTV en Venezuela

Puede decirse por tanto, que independientemente de pequeñas participaciones en otras operadoras internacionales, como suministrador integral de servicios de telecomunicaciones, en ese momento Telefónica se encontraba presente únicamente en cuatro países aparte de España. El número de líneas de telefonía de sus participadas internacionales se encontraba en torno a 9 M, que multiplicadas por su participación en cada una de ellas, no sumaban más allá de 2 M, frente a los 15 M que tenía en España, mientras que su facturación exterior ya alcanzaba la cifra de 1.689 M €, un 16% del total de los ingresos del grupo; una cifra importante, si se tiene en cuenta que tan solo dos años antes, a finales de 1993, la facturación internacional de Telefónica apenas alcanzaba un 1,5% del total¹⁰⁵. De esta forma, si bien puede concluirse que la presencia internacional de Telefónica comienza relativamente antes que el resto de las empresas españolas coincidiendo con las oportunidades de privatización en los países latinoamericanos; sin embargo su facturación internacional hasta 1994 es prácticamente testimonial, siendo solo a partir de ahí cuando su vocación de internacionalización es clara y los ingresos internacionales comienzan a tener un peso significativo en la actividad del grupo.

¹⁰⁴ Telefónica. Informe Anual 1995 pps. 61 y 62

¹⁰⁵ Telefónica. Informe Anual 1996. Anexo Estadístico pag. 2

2.1.2. Alianzas Internacionales

El proceso de globalización del negocio de telecomunicaciones que se perfilaba a finales de los años ochenta, junto a la liberalización aludida, hizo que, a principios de la siguiente década diversas operadoras se apresuraran a embarcarse en Joint Ventures y acuerdos estratégicos en determinadas áreas de su actividad que les permitiera abordar las cuantiosas inversiones necesarias para convertirse en operadores globales y a la vez les permitiera el acceso a mercados exteriores con garantías de éxito. En este contexto, Telefónica entró en 1995 en la alianza Unisource junto a otros socios europeos entre los que se encontraban la holandesa KPN, la suiza Swiss Telecom y la sueca Telia. Sin embargo, la falta de tamaño de esta alianza y el enfoque de Telefónica en un área completamente ajena al resto de operadoras, hicieron que en 1996 la rompiera, indemnizando a sus socios, para intentar formar una distinta con MCI y British Telecom. En ella la operadora española lideraría las actividades del grupo en Latinoamérica y a la vez le daría entrada en el mercado mexicano, donde MCI ya estaba activa. Sin embargo, la OPA hostil lanzada por WorldCom sobre MCI frustró el intento, que a pesar de todo se reavivaría en marzo de 1998, con la alianza de Telefónica con la fusionada WorldCom MCI, por la que la compañía española podría participar en el capital de Worldcom MCI en Europa y la americana podría tener intereses en la tarta latinoamericana de Telefónica, pudiendo ésta expandirse a los mercados brasileño y mexicano que aún le faltaban¹⁰⁶.

Sin embargo, a pesar del ruido mediático de estas alianzas, ninguna tuvo una repercusión efectiva en la expansión de las compañías de telecomunicación, siendo al final los consorcios específicos (diferentes en cada caso), quienes concursaron en las subastas y finalmente se hicieron con las empresas privatizadas en Latinoamérica. En este sentido, Telefónica utilizó diferentes socios en cada país: CEI (Citicorp Equity Investment) en Argentina, AFP (Administradora de Fondos de Pensiones en Chile), BBVA e Iberdrola en Brasil, etc. En este apartado, merece especial mención la alianza de Telefónica con Portugal Telecom, que se inicia en 1997 con un intercambio de participaciones, por las que la española tomó el 3,5% de la lusa y ésta a su vez adquirió un 1% de Telefónica. A partir de entonces, PT participó junto a Telefónica en la toma de CRT en Brasil (1998), de Médi Telecom en Marruecos (1999), de Telesp (2000) en la que se repartieron los activos de telefonía fija y móvil, culminando en 2001 con la constitución de la *joint venture* Brasilcel NV, más tarde Vivo, y que agrupaba las participaciones de telefonía celular de ambas compañías en Brasil. Finalmente en 2007, Telefónica aumentó su participación en PT hasta el 9,57% convirtiéndose así en el primer accionista de la portuguesa. Sin embargo, las necesidades de liquidez de la española por su fuerte inversión en el Reino Unido unidas a las divergencias estratégicas entre ambas, hicieron que poco después PT saliera del capital de Telefónica y ésta vendiera la mayor parte de su participación en la portuguesa, limitándolo a poco más del 1%. El proceso de divorcio alcanzó su punto culminante en julio de 2010, cuando tras una dura batalla, incluyendo el ejercicio por parte del gobierno luso de su acción de oro en PT, Telefónica adquirió el 50% de Brasilcel que no controlaba por 8.700 M €.

¹⁰⁶ Cepal Informe 1999 pag. 151.

2.2. Principales adquisiciones de Telefónica en el período

2.2.1. Latinoamérica

Brasil

La entrada de Telefónica en Brasil tuvo lugar en 1996, cuando el consorcio liderado por Telefónica Internacional en el que participaban la compañía brasileña RBD (Participações Rede Brasil Sul), Telefónica de Argentina y CTC de Chile, resultó adjudicataria del 35% de las acciones de la Companhia Riograndense de Telecomunicações (CRT) tras la conclusión del proceso de licitación internacional. CRT operaba en Río Grande do Sul y contaba con casi 1 millón de usuarios. Sin embargo, no fue hasta julio de 1998 con motivo de la privatización de la compañía de Telecomunicações Brasileiras (Telebras), previamente escindida en 12 compañías holding (1 de larga distancia, 3 de telefonía fija y 8 de telefonía celular), también conocidas como las *babybras* a semejanza de las *babybells* americanas, cuando en la subasta pública la operadora española se hizo del 51,79% del capital con derecho a voto. Telefónica, bien a través de sociedades dependientes, bien mediante consorcios se adjudicó las siguientes:

- Telesp Participações. Holding que controlaba *Telesp* y *CTBC*, ambas operadoras de telefonía fija del estado de Sao Paulo.
- Tele Sudeste Celular Participações. Holding que agrupaba los operadores de telefonía móvil de los estados de Río de Janeiro (*Telerj Celular*) y Espírito Santo (*Telest Celular*).
- Tele Leste Celular Participações. Holding que controlaba los operadores de telefonía móvil de los estados de Bahía (*Telebahía Celular*) y Sergipe (*Telergipe Celular*).
- Telesp Celular Participações, que controlaba la operadora de telefonía móvil del estado de Sao Paulo (*Telesp Celular*)

Estas adquisiciones, con un desembolso de 4.962 M €, la mayor inversión exterior del Grupo hasta entonces, daban cuenta del interés de la operadora española por el mercado brasileño. En total, las nuevas operadoras añadían casi 6,5 M de abonados de línea fija (Telesp y CTBC) y 1,5 M de usuarios de móvil (Telesp Celular, Telerj Celular, Telest Celular, Telebahía Celular y Telergipe Celular), y estaban localizadas en los Estados con mayor renta per cápita, con una población superior a los 65 M de habitantes y gran potencial de crecimiento.

Durante el año siguiente, Telefónica fue aumentando su participación en estas sociedades con adquisiciones de pequeños paquetes accionariales, que culminaron en enero de 2000 con una OPA sobre Telesp y Telesudeste Celular mediante canje de acciones, lo que le otorgó el control del 86,61% de la primera y el 75,57% de la segunda, con un desembolso total de 10.900 M €. Ya en 2001, Telefónica suscribió con Iberdrola, firma compañera de consorcio en algunas de las licitaciones, un acuerdo para la adquisición de sus participaciones de móviles en Brasil, y a principios de 2002 hizo un intercambio con PT por la que ésta cedía a Telefónica su participación directa e indirecta en Telesp fija (23%) a cambio de las acciones de la española en Telesp Celular (35,8%) más una compensación de 59,9 M €¹⁰⁷. Esta operación culminaba la

¹⁰⁷ CNMV Hecho Relevante 23870, 19 de julio de 2000

estrategia de Telefónica de incrementar su participación en las operadoras ya controladas y de tener un operador de telefonía fija sobre el que desarrollar sus operaciones en Brasil. Por último, a finales de 2001, Telefónica acordó con Portugal Telecom la constitución de Brasilcel, filial de ambos y participada al 50% por cada uno de ellos con la finalidad de agrupar todos sus negocios de telefonía móvil en Brasil. Dentro de los acuerdos se contemplaban opciones de venta de un grupo a otro, caso de que se produjera un cambio de control en cualquiera de ellos, o bien que una dilución de PT dejara su participación por debajo del 40%. Los activos aportados por Telefónica a la Joint Venture se valoraron en 1.898 M€. En el momento de su constitución, Brasilcel, rebautizada como Vivo en 2003, era la mayor operadora de telefonía móvil en Latinoamérica con 13 M de clientes dentro de un área cuya población superaba los 94 M de habitantes.

Tabla. 2 Aportaciones a la constitución de Brasilcel

Compañías aportadas	% aportados		Total
	Telefónica	PT	
	Móviles		
Celular CRT Participações, S.A	40,90%	7,58%	48,48%
Tele Leste Celular Participações, S.A	27,70%	-	27,70%
Tele Sudeste Celular Participações, S.A	83,56%	-	83,56%
Telesp Celular Participacoes, S.A	14,68%	50,44%	65,12%

Fuente: Informe Anual 2002, p. 101

Tabla 3. Brasilcel. Participación en operadoras brasileñas a finales de 2005

Brasilcel, N.V.	Participación Accionarial
Tele Sudeste Celular Participações, S.A.	91,03%
Tele Leste Celular Participações, S.A.	50,67%
Celular CRT Participações, S.A.	66,36%
Telesp Celular Participações, S.A.	66,09%
Tele Centro Oeste Participações, S.A.	34,68%

Fuente: Informe anual 2005, p. 117

En abril de 2002, una vez realizadas las inversiones previamente comprometidas con el regulador brasileño, Telefónica obtuvo la licencia para operar tráfico telefónico de larga distancia, nacional e internacional en el país. La licencia autorizaba también a Telefónica para ofrecer servicios de telefonía local fuera de su área de concesión (Sao Paulo) y actuar así en todo el país. A finales de ese año, Telesp ya había alcanzado el 36% de cuota de mercado de larga distancia nacional y el 32% de internacional. En ese mismo año, a través de la alianza estratégica con Portugal Telecom se firmó un acuerdo para la adquisición de Tele Centro Oeste, convirtiéndose de esta forma en el operador móvil líder en Brasil, con una cuota de mercado del 50% y una cobertura de ámbito prácticamente nacional, con acceso a un conjunto de Estados que representaban más del 80% del PIB carioca. Toda esta expansión supuso que para 2003, la plantilla en aquel país ya supusiera el 30% del total de empleados de Telefónica y el número de clientes de móvil superara a los que la operadora tenía en España. Finalmente en 2005 se llevó a cabo la capitalización de varios activos en las sociedades que componían el grupo Brasilcel, ampliando esta sociedad su porcentaje en las participadas (Tabla 3).

A finales del período de estudio (2007), Telefónica era el primer operador del país, y su número de accesos totales alcanzaba 49 M, superando a los de España, de las cuales 33,5 M eran de móvil a través de Vivo, propiedad de Brasilcel. El EBITDA procedente de las operaciones en el país alcanzaba los 3.026 M€, equivalente a un 13% del total de la compañía.

México y Centroamérica

A diferencia de otros países, la telefonía fija en México se privatizó a un solo operador, Telmex, participado mayoritariamente por Carlos Slim, que a principios de los 2000, controlaba más del 90% del mercado de telefonía fija y de larga distancia. Asimismo en el área de móviles, las empresas de Slim bajo la marca Telcel alcanzaban una cuota de mercado del 75%, lo que dejaba poco margen a Telefónica para su introducción en el mercado azteca. Fue en junio 2001, cuando llegó a un acuerdo con Motorola, por la que ésta le vendió sus operadoras de móviles en el norte de México con 1,2 M de clientes por un monto total de 2.174 M€, pagadas con acciones de Telefónica mediante ampliación de capital. A esta adquisición le siguió en 2002, la compra de la operadora Pegaso, que convirtió a la española en la segunda compañía celular en México con 2,2 M de clientes y, aunque a mucha distancia, en la única alternativa de carácter nacional al operador líder, Telcel. Estas adquisiciones hicieron que las operaciones en México, si bien deficitarias, pasaran a ser las terceras en dimensión de Telefónica, aunque a gran distancia de las dos principales, Brasil y España, y finales de 2003 un 6,6% de los clientes de móviles de Telefónica procedían del país azteca. Sin embargo, la intensa competencia en el país, cuna de su principal competidor en el continente, América Móvil, hizo que a lo largo del tiempo sus operaciones de telefonía en México fueran las menos rentables de Latinoamérica, con un margen de EBITDA sobre ingresos que nunca superó el 15% en todo el período frente al 35% del conjunto de la región. A finales de 2007, Telefónica tenía 12,5 M de accesos en México, todos ellos de telefonía móvil, y su EBITDA se situaba en 179 M€, una cifra muy exigua para el volumen de operaciones, debida a la intensa competencia con las operadoras locales.

Por lo que a Centroamérica respecta, Telefónica entró muy temprano en el territorio de Belice (1988) y entre 1997 y 1998 lo hizo en Guatemala, Panamá y El Salvador. La adquisición de los activos de Bell South en Latinoamérica, que incluyó operadoras de la norteamericana en diversos países, fue lo que permitió a Telefónica reforzar su presencia en la Región, dándole entrada en algunos países nuevos y consolidando su posición en aquellos en los que su presencia no era muy relevante. Entre ellos Guatemala, Panamá, por cuya adquisición pagó 549 M€ o Nicaragua (149 M€). A finales del período de estudio, Telefónica tenía en Centroamérica un total de 5,4 M de accesos, prácticamente todos de líneas móviles.

Argentina

La entrada de Telefónica en el país tuvo lugar en 1990, cuando se adjudicó Telefónica Argentina (TASA), participando en la subasta de la operadora a través de la sociedad Cointel, formada junto a CEI (Citicorp Equity Investment), y cuyo socio de referencia era el banco norteamericano Citicorp. Por aquel entonces TASA operaba en la zona sur de Argentina y tenía 2 M de líneas de las cuales solo un 14% digitalizadas y con una antigüedad media superior a los 20 años. En 1997, Telefónica decidió consolidar su posición en el propio consorcio Cointel incrementando su participación desde el 33,16% hasta el 50%, y ya en 2000, adquirió mediante canje de acciones el 80,9% de su socio CEI Holding, valorado en 2.290 M€, operaciones ambas que le permitieron incrementar su participación en TASA hasta un porcentaje cercano al 50%. La toma de control de la compañía se completó ese mismo año mediante el lanzamiento de una OPA sobre el resto de las acciones, a la que acudió un 44,27% del capital alcanzando de

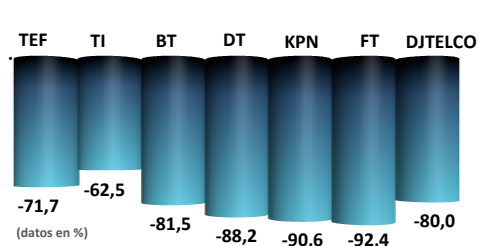
esta forma el 92,87% de Telefónica de Argentina, con un coste de 3.728 M €, alcanzando el total de la adquisición 6.500 M €.

Paralelamente y dentro de su estrategia de inversión en medios, la operadora española adquirió el 33,3% de Cablevisión, la mayor cadena de televisión por cable, por 302 M €, y el 20% de Torneos y Competencias, propietaria de algunas de las cabeceras más importantes del país, con objeto de ofrecer un servicio integrado de contenidos y comunicaciones. Ya en 2000 llegó adentro del acuerdo con CEI Holding, salió de Cablevisión entrando en Atlántida Comunicaciones, propietaria de varios canales de televisión y una editorial, y de la que CEI poseía un 26,8%, participación que amplió en el propio año 2000 a través de la adquisición de 35,8% adicional por valor de 337 M €¹⁰⁸, que complementó con un 10,6% que adquirió su filial de medios Telefónica Admira hasta hacerse con el 100% de Atlántida Comunicaciones. Con ello la operadora española entraba de lleno en los medios de comunicación argentinos, construyendo una tercera pata sobre la que asentar sus operaciones ya consolidadas de telefonía fija y móvil.

Sin embargo, la crisis de diciembre de 2001 tuvo efectos devastadores sobre el valor de los activos de Telefónica en el país, una vez convertidos a moneda funcional. A finales de 2001 la exposición del grupo en Argentina ascendía a 3.582 M €¹⁰⁹. Sin embargo, la variación del tipo de cambio peso/dólar desde la paridad a un cambio medio de 3,37 pesos/dólar a finales de 2002 provocó en las cuentas de resultados de Telefónica unas pérdidas por “diferencias de conversión de consolidación” de 1.793 M € en el ejercicio 2001 y 1.502 M € en el 2002,¹¹⁰ equivalentes aproximadamente a un tercio del resultado de explotación de la operadora en cada uno de esos años. Esta reducción del beneficio, unido al fiasco de las licencias UMTS en Europa, provocó el desplome de la acción de Telefónica, que pasó de 15,55 € a finales de 2001 a 8,54 € un año más tarde. El hecho de que el gasto extraordinario de las licencias de tercera generación de móviles en

Europa fuera común a otras operadoras ayudó a disimular el agujero que la crisis argentina había provocado en las cuentas de Telefónica, pues si bien la acción de las española había caído un 71,7% desde los máximos de 2000, en el caso de Deutsche Telekom fue del 88,1% o del 92,4% en el de France Telecom. Por último, en 2005 Telefónica adquirió los activos de Bell South

Figura 4. Variación desde precios máximos hasta el 31-12-2002



Fuente: Informe Telefónica 2002 pag 279

en Argentina por 519 M €.

A finales de 2007, la española era el primer operador de Argentina con 19,5 M de accesos, de los cuales 13,7 eran de móvil, 4,6 de líneas fijas y 1,2 M de internet. El EBITDA obtenido en el país era de 773 M €.

¹⁰⁸ Folleto informativo ampliación de capital. Telefónica 30 -03 - 2000

¹⁰⁹ Informe Anual 2001, p.. 97

¹¹⁰ Informe Anual 2002, p. 98

Chile y Perú

Telefónica comenzó sus operaciones en Chile en 1990 al comprar a Bond Corporation, adjudicatario en 1987 de la Compañía Telefónica de Chile CTC, un 50,4% del capital de ésta, porcentaje que redujo ese mismo año hasta el 43,4% mediante colocación del resto de las acciones en los mercados internacionales, entre ellos la bolsa de Nueva York (NYSE). Unos años más tarde, en 1996 constituyó junto con la operadora local VTR la sociedad Startel, en la que integraron los activos de móviles de ambas, adquiriendo dos años más tarde Telefónica la parte de VTR por un importe de 425 M de euro. A estas operaciones añadió en julio de 2004 la compra a CTC de Telefónica Móvil de Chile por 851 M €, alcanzando así una participación del 92,5% en su filial chilena, complementando sus operaciones ese mismo año con la adquisición de los activos de BellSouth en el país. A finales de 2007, Telefónica era el primer operador de telefonía del país con 9,3 M de accesos repartidos entre fijo, móvil e internet, mientras que el EBITDA de las operaciones ascendía a 716 M € un 3% del total de la operadora.

La entrada de Telefónica en Perú se produjo en 1994, cuando resultó adjudicatario de la privatización del 35% de las compañías Entel Perú, la Compañía peruana de Teléfonos (CPT) y sus subsidiarias, mediante desembolsos de 1.392 M de dólares al Gobierno peruano y la reinversión de 601 M de dólares en CPT. En años sucesivos fue adquiriendo pequeñas participaciones adicionales hasta alcanzar el 40% a finales de 1999, para finalmente lanzar en 2000 una OPA sobre las acciones restantes, a la que acudió un 53% adicional con un desembolso de 1.911 M € aproximadamente. Finalmente con la adquisición en 2001 del resto de participaciones por 227 M €, Telefónica se hizo con el 100% de Telefónica del Perú. A finales del período, Telefónica contaba con 12,7 M de accesos en el Perú (8,1 M de telefonía móvil), mientras que el EBITDA de las operaciones alcanzó los 469 M €.

Venezuela y Colombia

Telefónica se introdujo en Venezuela a través del consorcio Venworld Telecom, en el que participaba con un 16%, y que se hizo con el 40% de la Compañía Anónima de Teléfonos de Venezuela (CANTV) mediante un desembolso al gobierno venezolano de 1.885M \$. La participación final de la española en la operadora fue de un 6,4%, por el que pagó 301 M \$, porcentaje que se mantuvo constante a lo largo del tiempo, hasta que en abril de 2007 el gobierno de Hugo Chávez lanzó una oferta para renacionalizar la compañía haciéndose con el 86,2% del capital. La verdadera masa crítica en el país la obtuvo en 2004, con la adquisición a BellSouth de Telcel, una firma con 4 M de clientes. La compra por un valor de 1.224 M € rápidamente dio frutos y un año más tarde ya se habían alcanzado los 6 M de clientes, un crecimiento que continuó de forma que a finales del período (2007), los accesos de Telefónica en Venezuela alcanzaban los 10,4 M, todos ellos de móvil, mientras que el EBITDA de las operaciones escalaba hasta los 1.060 M €, casi un 5% del total de la compañía. En 2010 la decisión de devaluar el bolívar a la mitad, hizo que Telefónica estimara una pérdida de conversión de 1.000 M \$ en dividendos retenidos que no había sido autorizada a repatriar con anterioridad.

En Colombia, Telefónica entró en 1994 a través del consorcio Cocelco en el que participaba con un 36%, y que obtuvo una licencia para prestar servicio de móviles en la

zona oeste de Colombia, incluyendo Cali y Medellín. Fue en este país, en 2000 cuando la española sufrió su primer gran revés en Iberoamérica a manos de Stet, la filial de Telecom Italia que ganó el concurso por el control accionario de la Empresa de Telecomunicaciones de Bogotá (ETB) la mayor compañía de telefonía local del país. Finalmente en 2006, Telefónica reforzó su presencia en el país con la adquisición del 50% de Colombia Telecom, la operadora líder del país con 2,6 M de clientes y una extensa red de fibra óptica, por 289 M €. A finales del período, Telefónica contaba en Colombia con 11 M de líneas, de las cuales 8,3 M de telefonía móvil, y el EBITDA alcanzó los 485 M €.

2.2.2. Europa

Una vez integradas las adquisiciones masivas de finales de los 90 y principios de la siguiente década, la compañía, que había sido fuertemente penalizada en Bolsa por el fiasco de las licencias UMTS y el riesgo asumido en Latinoamérica, decidió invertir en Europa como forma de equilibrar sus resultados.

Telefónica Deutschland

A diferencia de lo sucedido en Italia, Suiza y Austria, países donde Telefónica concursó y ganó licencias de UMTS, en Alemania sí que llegó a arrancar el negocio de telefonía móvil, bajo el nombre de Quam y sumó 200.000 clientes, gracias a un acuerdo para usar la red en el país de la holandesa KPN. En febrero de 2002 adquirió la compañía alemana HighwayOne por 1.435 M €. La empresa era uno de los principales proveedores de servicios de banda ancha con tecnología ADSL en Alemania para clientes corporativos, y cuya oferta de servicios incluía no solo los servicios tradicionales de voz y redes de datos sino acceso a Internet de banda , *web-hosting*, *firewall* y otros que avanzados para aquel momento. La compra de Highway One era complementaria a la adquisición de Mediaways el año anterior, permitiendo que la empresa resultante de la fusión de ambas empresas (Telefónica Deutschland) fuera la alternativa de banda ancha más atractiva en el mercado alemán frente a Deutsche Telekom¹¹¹. Sin embargo, el retraso de la tecnología UMTS hizo que la española cerrara su operativa comercial en Alemania, perdiendo no solo el dinero de la concesión, sino los gastos de constitución de Quam y el coste de liquidación del acuerdo con KPN. A estos números rojos se le añadieron a lo largo del período de estudio las pérdidas acumuladas por Telefónica Deutschland y las de O2 en Alemania, heredadas de la adquisición de su compañía matriz en Gran Bretaña. Como consecuencia de todo ello, el mayor activo de Telefónica en Alemania era el crédito fiscal por las pérdidas acumuladas y que ascendía a 8.517 M €, si bien solo 410 figuraban en su balance por ser los que podrían ser compensados a medio plazo. No obstante, el hecho de que grueso del crédito no tenga caducidad, hace que hasta un total de 32.000 M € de beneficios futuros puedan dejar de tributar¹¹² en Alemania, sin duda una de las principales razones del traslado de Madrid a Múnich de la central de compras de la operadora en 2010.

¹¹¹ Telefónica Informe Anual 2002 p. 208. Informe Anual 2001 p.260

¹¹² Telefónica amasa un crédito fiscal de 8.500 M en Alemania. Cinco Días. 25 – 03 - 2010

Cesky Telecom

Tras algún acercamiento fallido a otras operadoras europeas, como la holandesa KPN o la sueca Telia, Telefónica se lanzó a explorar oportunidades en el Viejo Continente, y en este contexto se situó la adquisición, en Abril de 2005, del 51,1% de Cesky Telecom que el gobierno checo mantenía en el primer operador de telefonía del país, superando por precio a las ofertas de Swisscom y Belgacom, con un desembolso de 2.746 M €.

La introducción en el Este de Europa sorprendió por cuanto, si bien el mercado de esos países tenía un alto potencial de crecimiento en banda ancha, no tanto así en móviles, y además la región no era considerada el hábitat natural de la compañía española y donde su posición era muy pequeña comparada con otros rivales como Deutsche Telekom y France Telecom, que ya habían adquirido las operadoras privatizadas de Hungría Eslovaquia y Polonia, por lo que las dificultades de crecimiento serían superiores a las de Latinoamérica¹¹³. En el momento de la adquisición Cesky contaba con 2,4 M de usuarios, ascendiendo su facturación a 1.948 M, generando 948 M de EBITDA, un comfortable 46,8%, que hacía que el precio pagado (6,4 x EBITDA) fuera financieramente atractivo para los accionistas de Telefónica. La adquisición se completó mediante la oferta de compra de las restantes acciones a los inversores privados de la operadora checa, hasta totalizar los 3.663M €.

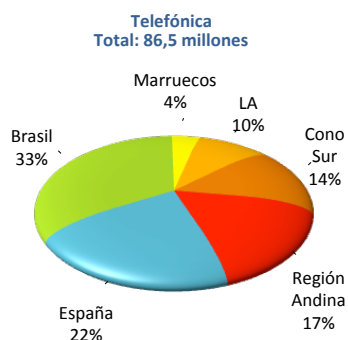
A finales de 2007, Telefónica contaba con 8,6 M de clientes en la República Checa y Eslovaquia y el EBITDA alcanzaba los 1.010 M €, algo más de un 4% del total de la compañía.

Reino Unido. O2

La mayor adquisición europea de Telefónica se produjo en Octubre de 2005, al lanzar la española una OPA amistosa por O2, el segundo operador británico de telefonía móvil. El precio ofrecido fue de 200 peniques por acción, con un 22% de prima sobre el cierre del día anterior y 25% sobre el precio de cierre del último mes, valorando la compañía en 17.700 M £ (26.000 M €). El pago en metálico se financió mediante un crédito puente con varias entidades financieras a un plazo medio de 2,5 años, refinanciado posteriormente en los mercados por la propia Telefónica. Este crédito supuso doblar el endeudamiento de la Compañía, que vio como las agencias de calificación crediticia reducían su rating en uno o dos escalones. Culminaba así una batalla que durante dos años había enfrentado a Telefónica con Deutsche Telekom, y en menor medida con KPN, por el control de la empresa británica, y que no estuvo exenta de polémica, por cuanto la alemana se quejó de las ventajas fiscales que la legislación española daba a Telefónica (deducción de la amortización del fondo de comercio) como barrera para competir en precio por O2. Esta compañía había sido segregada de British Telecommunications en 2001, y mantenía operaciones en el Reino Unido, Alemania e Irlanda, con un total 24,6 M de clientes y 15.000 empleados (Figura 5).

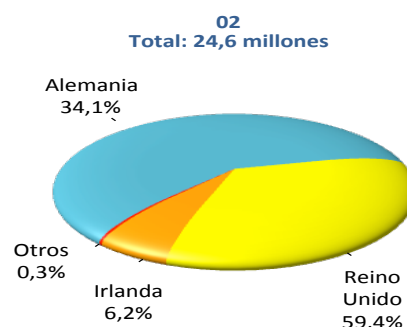
¹¹³ The Economist, Spain Telecoms: Telfonica pushes East. 22-06-2005

Figura 5. Telefónica. Clientes (2005)



Fuente: Wall Street Journal

Figura 6. O2. Clientes (2005)



Fuente: Financial Times

Para Telefónica, O2 suponía la entrada en los dos mercados de telefonía móvil líderes en Europa, y si bien la actividad se estaba convirtiendo en *commodity* como consecuencia de la competencia de las llamadas a través de Internet y la reducción generalizada de tarifas por parte de los nuevos entrantes; sin embargo la adquisición tenía sentido por el incremento de tamaño (un 25% más) que suponía, con un doble efecto: de una parte, la reducción de costes de venta y distribución, puesto que la logística era común para un mayor número de usuarios, y de otra incrementar la capacidad de negociación con los fabricantes de teléfonos celulares, dado que con la compra de O2 el volumen de teléfonos móviles que compraba en Europa se duplicaba. De hecho tras la adquisición en 2004 de los operadores de Bell South en Latinoamérica ya mencionada, la propia Telefónica consiguió reducir nada menos que en un 35% el coste de los teléfonos celulares, que luego vendía a sus usuarios¹¹⁴. Aparte de esta mejora en la capacidad de compra, otras sinergias provenían de los desarrollos de software, compra de contenidos y otros costes, hasta alcanzar según cálculos de la propia operadora un total de 300 M € anuales.

La otra gran aportación venía en términos de equilibrio tanto geográfico como de áreas de negocio, puesto que la presencia en Europa, con masa crítica en los dos mayores mercados de móviles, Reino Unido y Alemania, hacía que los resultados de Telefónica fueran menos dependientes de los mercados emergentes de Latinoamérica y del negocio de telefonía fija (Figuras 5 y 6). Y si bien el mercado de telefonía móvil del Reino Unido era muy competitivo, con cuatro grandes operadores, Vodafone, el líder mundial de telefonía celular, con un 30% de cuota de mercado, O2 con un 24%, Orange (23%) T-Mobile de Deutsche Telekom (17%) y Hutchinson de Hong Kong (7%), O2 había tenido un crecimiento sostenido en los últimos tiempos que continuó tras la adquisición, de forma que cuatro años más tarde, en 2008, ya había pasado a ser el primer operador en el Reino Unido por encima incluso de la propia Vodafone¹¹⁵. Sin embargo, la madurez del mercado no permitió una similar evolución en cuanto a los márgenes que se estrecharon, de forma que a pesar del mayor volumen permanecieron casi constantes a lo largo del período.

¹¹⁴ Wall Street Journal Telefonica to buy o2 for 31.39 Billion, 31/10/2005)

¹¹⁵ Financial Times. Lex Column. 28-10-2009

A finales de 2007, Telefónica contaba con 18,5 M de accesos en Reino Unido, todos ellos de móvil, reportándoles sus operaciones en las Islas 1.923 M € de EBITDA, un 9% del total; mientras que en Alemania contaba con 13,1 M de accesos y su beneficio bruto de explotación era de 473 M €.

2.2.3. Adquisiciones en Internet, Medios y Contenidos

Algunas de las adquisiciones más controvertidas de la compañía durante el período tuvieron lugar en sectores de actividad no directamente ligados con los servicios de telefonía. Estas compras formaron parte de una estrategia muy común entre las empresas del sector, sobre todo americanas de introducirse en las áreas de contenidos que consideraban afines, puesto que se entendía que en el futuro la red (internet) y los contenidos irían íntimamente ligados. Nació así un nuevo sector, que dio en llamarse TMT (*Technology, Media and Telecommunications*) sobre la que surgirían empresas líderes aprovechando las sinergias de las tres áreas: informática, medios de comunicación y telecomunicaciones. Dentro de este contexto se incardinó la fracasada fusión AOL Time Warner o la toma de posición de muchos gigantes de la publicidad en empresas ligadas a internet, muy frecuentes a finales de los años noventa. En el caso de la operadora española, a través de su división Telefónica Media, la expansión internacional en medios siguió a adquisiciones en medios de comunicación locales (Antena 3 o Recoletos) o a la creación de plataformas de comunicación propias como Vía Digital. Entre las más destacadas de las internacionales, las de Lycos en Estados Unidos y la productora Endemol en Holanda.

Lycos y Mediaways

En mayo de 2000, Terra Networks, la filial de Telefónica para servicios de Internet, anunciaba la intención de fusionarse con Lycos, mediante un canje de títulos que valoraba Lycos en 12.089 M € en el momento de la oferta, una prima del 30% sobre la cotización del día anterior y de más del doble sobre el precio de la semana previa a la OPA, en todo caso una valoración equivalente a 20 veces la facturación conjunta de ambas compañías, que apenas entonces alcanzaba los 600 M de dólares. La bajada en la cotización de Terra durante los meses siguientes de la oferta, hizo que el canje final de acciones se realizara a razón de 2,15 títulos de la española por cada título de la americana, lo que llevó a Terra a realizar una ampliación de capital por el valor de la adquisición de 3.389 M €. A esta cantidad se deben añadir 2.164 M €, que Telefónica aportó mediante suscripción de una ampliación de capital de Terra a 62 euros por acción (frente a los 11,85 a los que sacó a Bolsa su filial en 1999), y que formaba parte del acuerdo de fusión con la americana. Como resultado, Telefónica que antes controlaba el 66,6% de Terra, pasó a controlar el 36,7% % de la nueva Terra-Lycos, los accionistas de Lycos el 45,9%, quedando el resto entre los antiguos accionistas de Terra y el grupo inversor de internet CMGI. Estratégicamente, la adquisición de Lycos, el tercer portal más visto de Estados Unidos con 32 M de visitantes (Terra contaba con 22 M en España), representaba acceder al mayor mercado de Internet del mundo, algo difícil de alcanzar por sus propios medios dada la reticencia de los usuarios americanos a portales que no fueran en inglés, permitiéndole además llegar al creciente mercado hispano de aquel país. Asimismo la operación también reforzaba su presencia en Europa, a través de Lycos Europe en el que el portal estadounidense participaba con un 43,7% y Bertelsman, el mayor grupo editorial europeo, con el resto, lo que le daba una ventaja competitiva frente a su máximo rival en el Viejo Continente, la filial de Deutsche

Telekom, T-Online. Complementariamente, en 2001 Telefónica adquirió por 1.473 M € al propio grupo Bertelsmann su filial Mediaways, el mayor operador de red de IP en Alemania después de Deutsche Telekom, con 150.000 accesos y cobertura en todo el territorio alemán. La compra llevó consigo un amplio acuerdo de colaboración con la editora alemana, que se convertía en socio de contenidos de Telefónica Europa. Sin embargo, como es sabido, el negocio de internet no se desarrolló al ritmo previsto y la falta de crecimiento de los ingresos publicitarios, hizo que incluso tres años más tarde en 2003, la facturación conjunta de Terra y Lycos sólo alcanzara los 547 M €, y su EBITDA aún fuera negativo.

En mayo de 2003, tras el estallido de la burbuja tecnológica, Telefónica lanzó una OPA sobre el 61,6% del capital de Terra Lycos que no controlaba a 5,25 euros por acción, lo cual valoraba la empresa de internet en 3.158 M €, una cantidad tres veces menor a su coste de adquisición tres años antes. Por último, en agosto de 2004, bajo la idea de que Terra debía operar en los mismos mercados que Telefónica, se vendió la parte internacional de Lycos (excepto Europa y Estados Unidos) al portal coreano Daum Communications por 105 M \$. Dicho precio equivalía a una valoración global de Lycos de 540 M de dólares, una vez descontados los 405 M en que se valoraron los activos Estados Unidos y la participación en Europa que permanecieron dentro de Telefónica. Esta valoración suponía el reconocimiento implícito de que Lycos había perdido nada menos que el 95% de su valor en tan solo cuatro años. Finalmente el portal Lycos Europa cerró sus operaciones en 2008 debido a las pérdidas.

Endemol y Pearson

Como parte de su estrategia de entrada en medios de comunicación, en Marzo de 2000 Telefónica adquirió Endemol, la mayor productora audiovisual de Europa, con base en Holanda y presente en 23 países a través de subsidiarias o Joint ventures, entre ellos Reino Unido, Estados Unidos, Alemania India y Australia, considerados los mayores mercados audiovisuales del mundo. La adquisición se pagó en acciones a razón de 5,58 títulos de Telefónica por 1 de Endemol, lo que suponía una prima del 27% sobre la última cotización y del 52% sobre la cotización de la semana precedente. En total, la valoración de la compañía alcanzó los 5.436 M €, convirtiéndose John de Mol, su creador y accionista mayoritario de la productora, en el mayor accionista individual de Telefónica. En los años posteriores, la propia Endemol realizó otras adquisiciones, entre ellas la de la productora catalana Gestmusic. Sin embargo, una vez Telefónica decidió considerar como no estratégicas las inversiones en medios, argumentando que su propio tamaño (203 M de clientes) le permitía negociar en condiciones ventajosas con cualquier productora sin estar vinculada a ninguna en concreto, puso a la venta la productora holandesa y en Noviembre de 2005, sacó a Bolsa un 22,32% del capital de Endemol por 251 M €. Esta cifra suponía valorar el total de la compañía en 1.130 M €, prácticamente una quinta parte de lo que había pagado por ella en 2000. Finalmente, en Mayo de 2007, Telefónica se deshizo el 75% de su participación restante en la productora a un consorcio formado por Mediaset, su división española Telecinco, la sociedad inversora Cyrte y Goldman Sachs por un valor de 2.629 M €. En el acuerdo de venta, el consorcio comprador se comprometió a adquirir el 25% restante a un precio como mínimo igual al de la oferta anterior. Por último, en Abril de 2007 Telefónica vendió Airwave, filial de O2, que como se ha estudiado fue adquirida el año anterior, por 2.982 M € a Guardian Digital Communications dando por concluido su proceso de salida de los medios.

En cuanto a Pearson, editora entre otros del Financial Times y Les Echos, y con quien Telefónica había mantenido una alianza estratégica en la española Recoletos, la operadora decidió entrar en su capital en 2000 adquiriendo el 4,8% del mismo por una cifra de 621 M €. Sin embargo, como parte del cambio de estrategia de medios de la operador, en Septiembre de 2004 se vendió dicha participación por 337 M €, registrando unas minusvalías de 284 M € aproximadamente. La aventura mediática y de internet tuvo un impacto muy negativo en las cuentas de Telefónica. Como muestra baste recordar que a finales de 2000, el Fondo de Comercio registrado correspondiente a Endemol y Lycos ascendía a 2.642 M €, más de un tercio del total registrado en los libros de Telefónica. Pues bien, en el ejercicio 2002 las bajas de fondo de comercio debidas a internet y medios superaron los 1.550 M €, de los cuales, 856M provinieron de Lycos, 530 M de Mediaways y 154 M de Pearson.

2.2.4. Otras Participaciones.

Marruecos

En julio de 1999, un consorcio compuesto por Telefónica Intercontinental (34,5%), Portugal Telecom (34,5%), BMCE (20%), un grupo financiero marroquí y el grupo AKWA (11%) obtuvo una licencia para operar el servicio móvil de telecomunicaciones GSM en Marruecos. El precio ofrecido por el consorcio en el concurso fue de 1.076 M de dólares. El plan de negocios de la compañía contempla una inversión de 226 M € y la creación de 1.100 puestos de trabajo directos para el período 1999-2002. El 22 de marzo de 2000 tuvo lugar el lanzamiento del servicio, bajo la marca Meditel. A finales de 2007, Telefónica tenía en Marruecos 6,2 M de accesos.

Otros países. Italia.

A lo largo del período, Telefónica fue tomando participaciones en otras operadoras, que en su momento se consideraron estratégicas, sin que finalmente resultaran ser germen de futuras adquisiciones. Las más importantes las de Portugal Telecom, Telecom Italia y China Telecom. En Europa, seguidamente a la entrada y posterior repliegue de Telefónica en Portugal Telecom, en abril de 2007 firmó un acuerdo con la aseguradora Generali, los bancos italianos Mediobanca e Intesa y la familia Benetton, para constituir la sociedad de inversión Telco Spa, que adquiriría a Pirelli el 18 % de capital con derecho a voto de Telecom Italia que esta última poseía. Posteriormente, Generali y Mediobanco aportarían a dicha sociedad el 5,6% que tenían directamente en Telecom Italia (TI), de forma que finalmente Telco ostentaría un 23,6% de TI. En diciembre de ese año se cerró la operación, que aportaba a Telefónica el 6,88% del capital de TI y un 9,98% de los derechos de voto, con un desembolso de 2.314 M €, un precio 25% superior a su última cotización, y que Telefónica pagó con los fondos obtenidos por la venta de Airware y Endemol. La operación de TI era la culminación a un proceso de difícil equilibrio por el deseo del Gobierno transalpino de encontrar una solución “italiana”¹¹⁶, y representaba para Telefónica la posibilidad de detentar el control indirecto sobre un rival en Latinoamérica, dejando al margen de la operación a ATT y a su aliado América Móvil, el mayor competidor en el continente americano. De hecho, Vivo, la Joint Venture de Telefónica con PT controlaba un 28% del mercado brasileño,

¹¹⁶ New York Times. April 29, 2007. Telefónica Gets Controlling Stake in Telecom Italia

mientras que TIM (Telecom Italia Mobile) era el segundo mayor operador con un 26% de cuota de mercado.

2.3. Posición internacional de Telefónica al final del período

Tras algo más de doce años de expansión, en su mayor parte a través de adquisiciones, a finales de 2007, Telefónica era la primera multinacional española por ingresos ocupando el puesto 37 entre las de mayor capitalización del mundo, frente al 192 que ocupaba en 1995 al inicio del periodo. Dentro del sector de telecomunicaciones, era la cuarta compañía por número de accesos totales e igualmente por capitalización (Figuras 7 y 8), por delante de operadores que habían sido monopolio en países con mucha mayor dimensión que España tanto en términos de habitantes como de PIB.

Figura 7. Accesos Totales 2007 (M líneas)

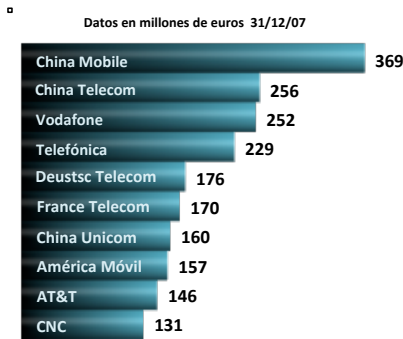
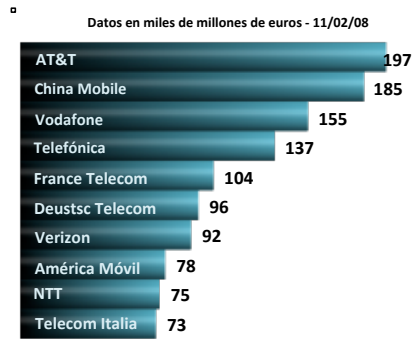


Figura 8. Capitalización 2007 (MM €)



Durante el período 1996-2007, la compañía tuvo una progresión espectacular, manifestada en diversos indicadores (Tabla 4), entre los que cabe destacar los siguientes:

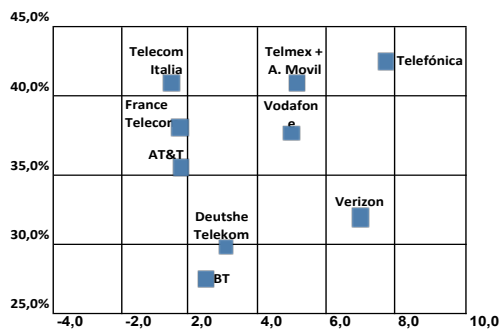
- Los países con presencia pasaron de 4 a inicios de 1996 a 24 a finales de 2007.
- Los ingresos internacionales pasaron del 16% al 63% del total de facturación.
- La cifra de accesos se multiplicó por 6, de 36 a 228 M
- El número de empleados se multiplicó por 2,5.
- El total de ingresos se multiplicó por 4 y el total de activos por 3.

Tabla 4. Principales magnitudes (1996-2007)

	Dic - 1995		Dic - 2007
Clientes (accesos)	15,1 M	x15,2	228.5 M
Presencia geográfica	4 países	x6	24 países
Plantilla	99.204	x 2,5	248.487
Accesos x Empleado	15.217	x 6,0	91.950
Ingresos	10.461M	x 5,3	56.441 M
(Fuera de España)	16%		63%
EBITDA Total	6.080 M	x 3,6	22.825 M
Resultado Neto	801 M	x 11,2	8.906 M
Dividendo Pagado	429 M	x 9,9	4.234 M
Capitalización Bursátil	9.485 M	x 11,5	106.067 M
BPA Ajustado	0,28 €	x 8,2	1,872 €

Fuente: Informes Anuales 1995 y 2007Invertia

Figura 9. EBITDA en Valor y % de Ingresos



Fuente: Merrill Lynch

Todo ello se hizo manteniendo ratios de eficiencia muy altos, como puede apreciarse en el número de accesos por empleado de este período. En este sentido, mientras la compañía procedió a una fuerte reducción de plantilla en España, sobredimensionada como consecuencia de su etapa monopolística, sin embargo expandió sus efectivos en Latinoamérica, lo que dio como resultado una disminución del total de la masa salarial respecto a los ingresos, debido al menor coste de la mano de obra en aquella Región. Esta combinación de factores consiguió que el Resultado Bruto de Explotación (EBITDA) creciera durante el período a un ritmo superior a la cifra de Ingresos, dando como consecuencia un incremento de rentabilidad que, de acuerdo a un análisis de Merryll Lynch, (Figura 9), situaba en 2007 a Telefónica muy por encima de sus competidores internacionales.

No cabe duda que este acusado crecimiento en tan solo doce años fue debido a la expansión de sus negocios internacionales, hecho completamente atribuible al proceso de adquisiciones sucesivas que le permitieron posicionarse en los países de destino, alcanzando el control de las compañías en las que operaba. Con excepción de Brasil, cuyo 50% restante estaba en manos de Portugal Telecom y fue adquirido con posterioridad (2010), dicho control era abrumadoramente mayoritario en todos los países en los que operaba (Tabla 5), y continuó siéndolo durante la crisis 2008-2011, puesto que a diferencia de las constructoras o los bancos, Telefónica no tuvo necesidad de vender sus participaciones para fortalecer su estructura de capital, por cuanto el sector de telecomunicaciones no sufrió en la misma medida que el resto los efectos de la crisis económica.

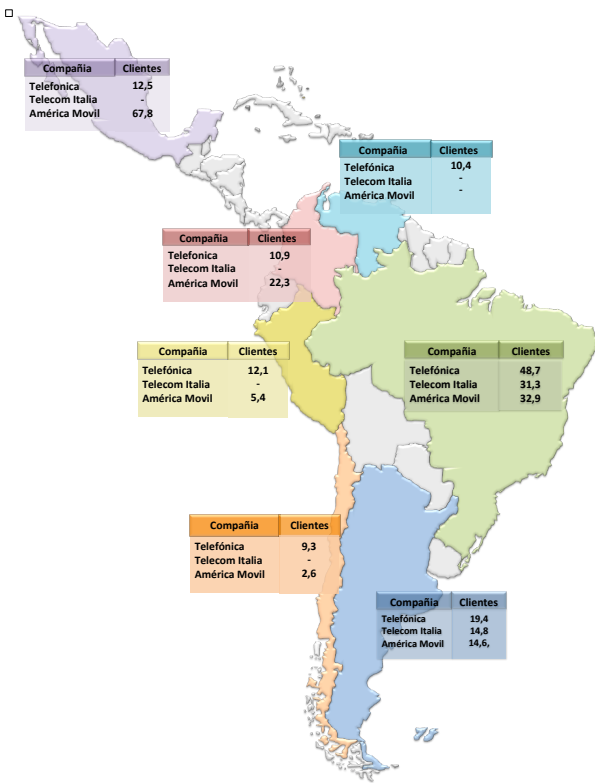
Tabla 5. Participaciones de Telefónica en Latinoamérica y Europa a finales de 2007

Empresa	% Part
Telesp ¹	87,95
Telefónica del Perú	98,18
Telefónica de Argentina	98,04
TLD Puerto Rico	98
Telefónica de Chile	44,89
Telefónica Telecom	52,03
Telefónica USA	100
T. Intern. Wholesale Serv. (TIWS) ²	100
Brasilcel ³	50
T. Móviles Argentina	100
T. Móviles Perú	98,53
T. Móviles México	100
Telefónica Móviles Chile ⁴	100
T. Móviles El Salvador	99,08
T. Móviles Guatemala	100
Telcel (Venezuela)	100
T. Móviles Colombia	100
Otecel (Ecuador)	100
T. Móviles Panamá	100
T. Móviles Uruguay	100
Telefonía Celular Nicaragua	100
T. Móviles Soluciones y Aplicac. (Chile)	100

TELEFÓNICA O2 EUROPA	
Empresa	% Part
O2 UK	100
O2 Alemania ¹	100
O2 Irlanda	100
Manx	100
Be	100
Group 3G (Alemania) ¹	100
Telefónica O2 República Checa ¹	69,41
Telefónica O2 Eslovaquia ¹	100

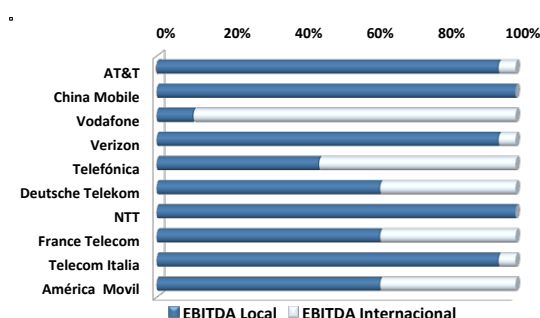
Fuente: Informe Anual 2007

Figura 10. Posición competitiva de Telefónica en Latinoamérica.



Durante el período, los ingresos provenientes de las actividades internacionales pasaron de 1.689 M € a principios del período, fundamentalmente provenientes de Argentina, donde se estableció en 1993, a los 34.536 M de 2007, un 63% del total de ingresos, lo que no solo supuso un enorme salto cuantitativo sino alta diversificación en términos de mercados. A finales de 2007 la compañía española combinaba su liderazgo en alguno de los países más desarrollados como Reino Unido o España, con el de otros del G-20 como Brasil, México o Argentina, y algunos más con distintas velocidades de crecimiento. Igualmente se enfrentaba a competidores diferentes en ambos continentes, lo que la obligaba a una versatilidad en cuanto a estrategia. Mientras en Europa pugnaba con los antiguos operadores nacionales, France Telecom/Orange, Deutsche Telekom y otros como Vodafone; en América lo hacía sobre todo con América Móvil, el pujante operador propiedad de Carlos Slim que le había arrebatado el liderazgo en algunos mercados, aproximándose peligrosamente en otros como Brasil (Figura 9). En conclusión, la expansión internacional no solo le aportó diversificación geográfica, sino que debido al distinto desarrollo de los diversos mercados y a la variedad de operadores con los que lo competía, también la diversificó en términos de riesgo. Todo ello hizo de Telefónica una de las operadoras más internacionalizadas del mundo, solo por detrás de la británica Vodafone (Figura 11), manteniendo altas cuotas de participación en los mercados en los que operaba (Tabla 5), en gran parte debido al hecho de haber preferido una política de focalización frente a una de expansión indiscriminada. La renuncia a los grandes mercados emergentes asiáticos le permitió concentrarse en Europa y Latinoamérica, sus dos hábitats naturales, alcanzando posiciones de liderazgo en los mismos.

Figura 11. % de EBITDA Internacional



Fuente: Financial Times, 12-01-2007

Tabla 5. Cuota de mercado

Por regiones	%
España	53%
Europa	18%
Latinoamérica	36%
Por servicios	%
Móviles	29%
Fijo	73%
Banda Ancha	20%
TV	14%

Fuente: Informe Anual 2007

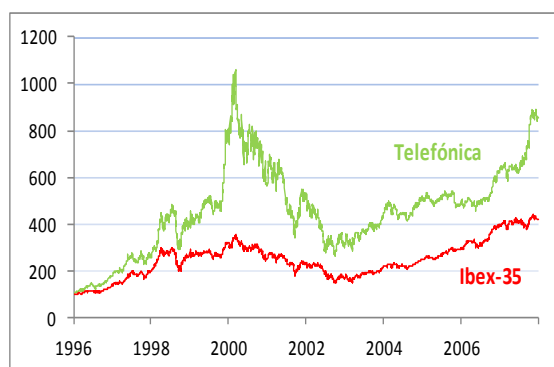
Impacto Financiero de las adquisiciones. Endeudamiento.

A lo largo del período las adquisiciones de Telefónica (inversiones menos desinversiones) superaron la cifra de 81.000 M €, distribuidas entre Latinoamérica, Europa y el sector de medios audiovisuales, del que salió, en función del cambio estratégico acerca de los contenidos. Esta enorme actividad corporativa tuvo sus luces y sus sombras en cuanto a resultados. Así, las adquisiciones de Endemol y las participaciones en Antena 3 o Pearson, desinvertidas a mediados de la década, se saldaron con pérdidas cercanas al 20% para la primera y fueron neutrales en los otros dos casos. Peor fue la inversión en Lycos que resultó un completo fracaso, únicamente paliado por el hecho de que su adquisición se realizara mediante canje de acciones de Terra, igualmente muy sobrevaloradas. De igual manera, en el debe de la operadora ha de citarse el desastre financiero de las licencias de telefonía 3G, que dejaron otro saldo negativo superior a los 6.000 M €, amortiguado parcialmente por los créditos fiscales acumulados.

En el lado opuesto, entre las operaciones más rentables se citarían las adquisiciones realizadas en Brasil, y que le permitieron ser líder del negocio en aquel país, con una inversión acumulada superior a los 13.000 M € entre operadoras de fijo y móvil, a la que se añadió en 2010 la compra por 8.100 M € del 50% en el consorcio Vivo a Portugal Telecom en una operación considerada costosa por el alto múltiplo (11x) Ebitda pagado. A pesar del alto coste de estas operaciones y de los contratiempos iniciales con la crisis de 1999 y la depreciación del real, sin embargo Telefónica mantuvo desde principios de los 2000 una posición de liderazgo en Brasil tanto en telefonía fija como móvil y contenidos que se mantuvo, incluso se incrementó a lo largo del tiempo. Asimismo, la adquisición de O2 en el Reino Unido, le dio acceso a países europeos como Alemania donde no había podido penetrar antes, convirtiéndola en el tercer operador y arrebatando el liderazgo a la propia Vodafone en el Reino Unido.

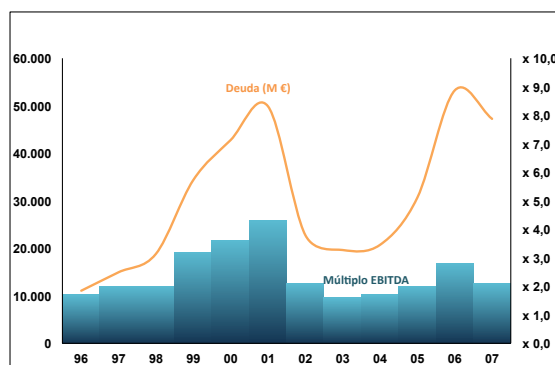
Todos estas adquisiciones se vieron reflejados en la acción de Telefónica, que en términos comparativos alcanzó un máximo en 2000, con un valle acusado por la inversión en Argentina y las licencias 3G en 2002, seguida de una recuperación posterior por las inversiones en Europa y el crecimiento económico mundial y especialmente en América Latina hasta 2007. En conjunto su performance durante los doce años prácticamente duplicó al del Ibex-35 (Figura 12).

Figura 12. Evolución Precio de la Acción



Fuente: Datastream

Figura 13. Deuda Neta veces EBITDA



Fuente: Informes Anuales

Finalmente, el hecho de que una buena parte de las adquisiciones, sobre todo las de comienzos de los 2000 se realizara con acciones, permitió mantener unos niveles de endeudamiento razonables, lo que a su vez dio margen para mantener una generosa política de dividendos, interrumpida abruptamente en 2012, como consecuencia del cierre de los mercados de deuda a las firmas españolas. A finales del período (2007), la deuda financiera neta se situaba en los 47.241 M €, equivalente a 2,2 x EBITDA y a un 45% de su capitalización (Figura 13).

Bibliografía

Ariño Ortiz, Gaspar (2004) Privatizaciones y Liberalizaciones en España: Balance y resultados (1996-2003). Editorial Comares. Granada.

Arroyo Fernández, M^a Jesús y Hurtado Ocaña, Inmaculada (1999) El proceso de privatización y desregulación en el sector de las telecomunicaciones un análisis comparado entre Estados Unidos , Japón, Gran Bretaña y España, Revista española de control externo, Vol. 1, N° 2, 1999 , págs. 45-62.

Cowhey, Peter F. y Mikhail M. Klimenko (2000), “Policy arena: telecommunications reform in developing countries after the WTO agreement on basic telecommunications services”, Journal of International Development , vol. 12, N° 2, marzo.

Gual, J. (2001): «Estrategias empresariales en INFOCOM: Lo nuevo de telecomunicaciones e Internet», Información Comercial Española. Revista de Economía, número 793, agosto-septiembre, páginas 77-87.

Giráldez Pidal, Elena (2002) “La Internacionalización de Las Empresas Españolas en América Latina” CES.

Financial Times, 28 de octubre de 2009. Closer Connections.

Herrera , Alejandra (1992) La privatización de la telefonía argentina, agosto 1992, Revista de la CEPAL N° 47.

López, Santiago (2003) The role of Telefónica: Internationalization of Telecommunications in Spain, 1970 – 2000. Business and Economic History Online.

Mañas Antón, L. A. (1998) “La experiencia de una década de privatizaciones”, Información Comercial Española, n° 772, julio – agosto, págs.. 145 – 175

Rozas Balbontín, Patricio (2003) Gestión pública, regulación e internacionalización de las telecomunicaciones: el caso de Telefónica S.A. CERIES CEPAL

Revista de Economía Política de las Tecnologías de Información y Comunicación, aproximación a la “aventura mediática” y a la diversificación de Telefónica en los últimos quince años (mediados de los 90-verano de 2010): desde Admira a Tuenti, (Vol XII, N° 3 Sep – Dic 2010)

Telefónica. Informes Anuales 1995-2010

**III. CONSECUENCIAS DEL PROCESO DE
INTERNACIONALIZACIÓN: IMPACTO EN LA CREACIÓN DE
VALOR Y COMPORTAMIENTO FRENTE A LA CRISIS.**

8 - Impacto de la internacionalización en el posicionamiento estratégico y en la valoración de las grandes empresas españolas.

1. Introducción y concepto de creación de valor por las empresas multinacionales.

1.1. Introducción

Una vez explicadas las circunstancias y descrito el proceso de internacionalización de las grandes empresas españolas, se trata ahora de evaluar su resultado en términos de creación de valor para las firmas compradoras. Dada la amplitud de este concepto, hemos acotado su alcance limitándolo a tres vertientes: la creación de valor estratégico a largo plazo, la creación de valor económico para los accionistas y la resistencia a la crisis económica (2008-2012).

- Creación de valor estratégico a largo plazo. Se analiza aquí la posición global alcanzada por las firmas estudiadas desde las siguientes perspectivas:
 - Posicionamiento estratégico respecto a sus competidores.
 - Impacto de la expansión exterior en su valoración.
- Creación de Valor para el Accionista. Se mide la rentabilidad obtenida por los inversores que puede ser atribuida a las adquisiciones internacionales realizadas durante el periodo de estudio (1996-2007).
- Comportamiento frente al ciclo económico recesivo. Se comparan los resultados de las compañías internacionalizadas frente a sus competidores nacionales y extranjeros, analizando el comportamiento de sus acciones y otras magnitudes financieras durante el período 2008-2012.

En este capítulo se aborda el primer concepto, mientras que los otros dos son objeto de los capítulos 9 y 10.

1.2. La creación de valor por las multinacionales en la literatura académica.

La creación de valor de las empresas multinacionales es un tema recurrente en los estudios académicos, si bien en general éstos se centran más en el impacto económico que la inversión tiene sobre el país de destino, que en el de origen. La postura escéptica, cuando no hostil, de los países receptores de inversión hacia las firmas transnacionales, acusadas de aprovecharse de los recursos del país, cambió en el último cuarto del siglo XX, dando paso a una visión más pragmática en la que se entendía que su presencia también aportaba conocimientos, creaba empleo y servía de foco de desarrollo en aquellos lugares donde invertía. En este sentido, la metáfora de los “patos voladores” (*Flying geese*) desarrollada en 1930 por el japonés Kaname Akamastu, publicada en inglés en 1961, y aplicada a la IED por Kojima (1973, 2000), afirmaba que en un contexto de economía abierta, a medida que los países iban industrializándose creaban

actividades de mayor cualificación lo que hacía que aquellas de inferior cualificación “volaran” a países menos desarrollados, quienes al cabo del tiempo y siguiendo el mismo patrón, transferían esa producción a otros aún menos desarrollados, lo cual finalmente contribuía al progreso de todos ellos. Según Dunning (2008)¹¹⁷, la riqueza que produce la inversión extranjera en el país de destino, viene determinada por una combinación de transferencia de capital, I+D, tecnología y conocimientos de gestión y marketing, que no existían antes de la llegada de la multinacional. En efecto, muchos estudios empíricos como los de Balasubramanyan et al (1996) sobre 46 naciones en vías de desarrollo en el período 1970-1985, los de Borensztein et al (1998) o Jones, G. (2005) enfocado sobre los casos históricos de Irán, Japón y Malasia, corroboran que fue la inversión extranjera, incluso por encima de la propia doméstica, la que más contribuyó a su desarrollo o al menos al de determinados sectores de actividad dentro de dichas economías.

En cuanto a la riqueza creada en el país de origen de la multinacional, la mayoría de estudios enfocan la cuestión desde el punto de vista del empleo generado. A este respecto, Barba Navaretti y Castellani (2004) usando un panel de 440 firmas francesas e italianas entre 1993 y 2000, encontraron que la expansión internacional produjo efectos beneficiosos tanto en el PIB como en el empleo de ambos, receptores y emisores de IED, mientras que no era tan claro su impacto en la productividad. Por el contrario, Debaere et al (2006), trabajando sobre un panel de 452 empresas coreanas, concluyeron que aquellas que invertían en países menos desarrollados (en este caso China) destruían empleo en la propia Corea, mientras que quienes lo hacían en países desarrollados (fundamentalmente Estados Unidos), eran neutras en términos de creación de empleo local. Este aspecto de creación o destrucción de empleo está muy presente en un fenómeno reciente relacionado con la inversión exterior como es el de la deslocalización, *outsourcing* o *offshoring*, sobre el que versan sendos estudios de la consultora McKinsey¹¹⁸, y que concluyen que por cada dólar deslocalizado a la India, las empresas americanas generan 1,45-1,47 dólares de riqueza, de los cuales 1,12-1,14 regresan a Estados Unidos, mientras que tan solo 0,33 se quedan en el país de destino, en este caso India. Esto es fundamentalmente debido al ahorro de costes que se traslada al precio, lo que redundará en mayor consumo o inversión; a la repatriación de beneficios; al consumo de productos americanos en el país al que se ha deslocalizado; y al valor añadido que crean los trabajos sustitutivos en el país de origen. No es ése el caso el de las empresas alemanas, quienes por cada dólar invertido fuera, sólo producen 0,80 en su país. Las causas radican fundamentalmente en el menor ahorro de costes, dado que el *offshoring* es al Este de Europa, con salarios más altos que India o China, pero sobre todo debido al bajo índice de trabajos sustitutivos para aquellos que son deslocalizados, y que en el caso de Alemania apenas alcanza al 40% de los trabajadores que pierden su puesto por la deslocalización. Desde la perspectiva del impacto que la inversión exterior tiene en el posicionamiento estratégico de la empresa, subrayar varios estudios, entre ellos los de Caves R. (2008) quienes en su libro *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Chkir and Cosset (2001) concluyen que, al diversificarse geográficamente mediante adquisiciones, las multinacionales incrementan su apalancamiento, pero el propio hecho de la diversificación disminuye su riesgo de insolvencia. En el caso concreto de las empresas españolas, existen numerosos trabajos

¹¹⁷ Multinational Enterprise and the Global Economy. Pag 315. Dunning J. & Lundan S.

¹¹⁸ Farrell, D. (2004) “Can Germany win from offshoring?” Agrawal V. y Farrel D. (2003) “Offshoring is it a win-win game? Mckinsey Global Institute Perspective

que, sin cuantificación monetaria, valoran singularmente la posición estratégica ganada a través de su expansión internacional. Entre los más significativos los de los profesores Durán sobre los casos específicos de algunas empresas estudiadas aquí, Guillén sobre diversos aspectos de lo que denomina multinacionales españolas, o los trabajos del profesor Lamothe respecto a la internacionalización de la banca. En todos ellos, junto a valores como la afinidad cultural o la réplica del modelo de negocio, se subraya el posicionamiento estratégico como valor imprescindible a la hora de haber elegido el mercado objetivo.

2. Posicionamiento de las grandes empresas españolas tras su internacionalización.

Observando la posición estratégica de las grandes empresas españolas a finales de 2007 frente a sus competidores internacionales, ésta parecía más sólida, estable y diversificada que doce años atrás, justo antes de que iniciaran su masiva expansión internacional a través de adquisiciones. Esta mayor fortaleza venía derivada, entre otros, por cinco factores fundamentales:

Tabla 1. Empresas españolas en el ranking Fortune500 por Ingresos (1996 – 2007)

1996 Rank	Empresa	Ingresos (MM\$)
204	TENEO	17,2
250	Repsol	15,1
272	Banco Santander	14,0
274	Telefónica	14,0
357	BBVA	11,9
483	BCH	9,1

Fuente: Fortune 5-08-1996

- Mayor dimensión
- Liderazgo en los mercados de destino
- Control de las empresas adquiridas
- Aumento de la inversión bruta de capital fijo y en I+D
- Diversificación del Riesgo

2.1. Dimensión

2007 Rank	Empresa	Ingresos (M\$)
58	Santander	89,3
76	Telefónica	77,3
92	Repsol YPF	67,0
134	BBVA	51,4
258	Endesa	30,0
270	ACS	29,2
313	Cepsa	25,9
339	Iberdrola	23,9
424	Grupo Ferrovial	20,1
440	FCC	19,3
463	Mapfre	18,0

Fuente: Fortune (21-07-2008)

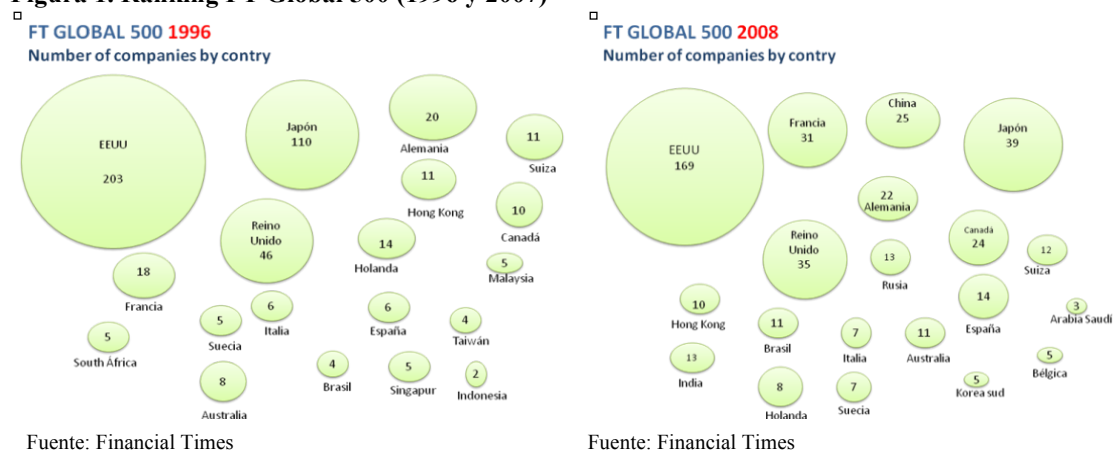
Como se ha reiterado a lo largo del texto, una de las mayores desventajas de las firmas españolas de mediados de los años noventa la constituía su falta de dimensión para competir en mercados crecientemente globales. De hecho, muchos de los procesos de concentración anteriores habían estado orientados a dotarlas de tamaño suficiente para que pudieran operar con éxito en el mercado internacional, con el doble objetivo implícito de poder adquirir y evitar ser adquirido.

En general, las ventajas competitivas de un mayor tamaño tienen que ver con factores como las sinergias de costes, sobre todo indirectos (*overhead*) que pueden distribuirse entre un volumen de negocio mayor, la posibilidad de tener presencia en mercados cuyo crecimiento futuro va a ser superior a los tradicionales, o la capacidad de acceso a una mayor financiación necesaria para emprender los grandes proyectos internacionales. Y si bien modernamente la dimensión no se considera un factor crítico para la competitividad global (Hamel, G. 2000); sin embargo, la mayoría de investigaciones sobre el tema parte de la premisa de que, debido a su menor tamaño, las pequeñas y medianas empresas sufren desventajas que restringen su capacidad para competir internacionalmente (Becker y Porter 1983, Levitt 1983, Mugler y Miesenbock 1986).

En otras palabras, la ventaja competitiva más obvia que una empresa obtiene al expandirse internacionalmente es la adquisición de volumen, lo que contribuye a la reducción de costes y a una mayor efectividad de la compañía¹¹⁹. En el caso de las grandes empresas españolas, es claro que su proceso de internacionalización a través de adquisiciones incrementó notablemente su tamaño, convirtiéndolas en competidores globales (*global players*) con peso específico en el ranking internacional. Así, mientras en 1996, eran sólo cinco (excluido el holding público Teneo), las firmas españolas que formaban parte del selectivo ranking *Global 500* de la revista Fortune, en 2007 ese número se había ampliado hasta once (Tabla 1), y además su tamaño se había multiplicado por cuatro en tan solo doce años. De los 78.600 M \$ de ingresos que sumaban las compañías españolas del ranking en 1996, y que solo suponían un 0,6% del total de la lista, se pasó a una cifra de 332.200 M \$ en 2007, equivalente al 1,7% de los ingresos totales de las 500 mayores del mundo, una magnitud mucho más en línea con el peso de la economía española de ese año (aproximadamente un 1,8% del PIB mundial). Es decir, durante el período no sólo se amplió el panel de empresas españolas en el ranking, sino que éstas crecieron proporcionalmente más que el resto, por lo que en términos comparativos ganaron cuota de mercado sobre sus competidores globales.

El avance resulta aún más significativo en términos de capitalización. Mientras que en 1996, sólo seis españolas se encontraban entre las 500 de mayor capitalización del mundo, en 2007 (medido a 31-03-2008) eran catorce las firmas que figuraban entre las de mayor valor bursátil (Figura 1).

Figura 1. Ranking FT Global 500 (1996 y 2007)



Entre los europeos, solo Francia y España ganaron terreno durante ese período en cuanto a número de grandes compañías en el ranking, mientras que el peso de los demás disminuyó en detrimento de los emergentes, en especial China, Rusia y Brasil que avanzaron significativamente. En 2007, España figuraba en el décimo puesto del ranking de países con empresas con mayor capitalización con 14 empresas, habiendo sobrepasado a Italia (7), Holanda (8) y Suiza (12), y acortando enormemente las distancias con Reino Unido, Alemania y Francia (Tabla 2).

De las firmas estudiadas, solo tres no se encontraban en este ranking; dos constructoras (Ferrovia y FCC) y Endesa, en este caso no por tamaño sino por consolidar en las cuentas de la italiana Enel (puesto 100 del ranking). El resto de firmas españolas entre

¹¹⁹ Hout, Porter y Rudden. How global companies win out. Harvard Business Review: September-October 1982

las 500 de mayor capitalización, Inditex, Cepsa, Caixa, Banco Popular y ACS, no son objeto de este análisis por cuanto su internacionalización fue menor o ésta no fue realizada a través de adquisiciones.

Tabla 2 –FT Global 500 2007 (Por países)

	Países	Número de Compañías	Capitalización (MM\$)
1	Estados Unidos	169	9.617
2	Reino Unido	35	2.236
3	China	25	1.962
4	Francia	31	9.617
5	Japon	39	2.236
6	Alemania	22	1.962
7	Canadá	24	866
8	Suiza	12	865
9	Rusia	13	820
10	España	14	694
11	Brasil	11	671
12	Hong Kong	10	605
13	Italia	7	513
14	Australia	11	501
15	India	13	421
16	Holanda	8	303
17	Suecia	7	228
18	Corea del Sur	5	214
19	Bélgica	5	210
20	Arabia Saudita	3	178

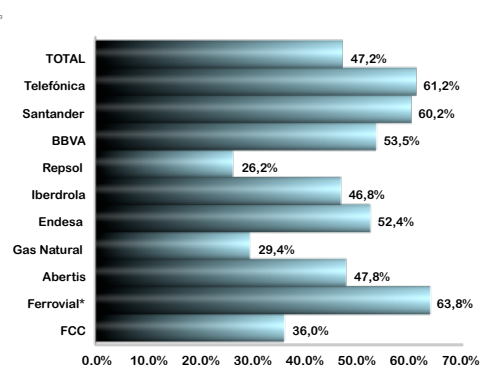
Tabla 3. Firmas españolas en el ranking FT500

2007 Rank	Empresas	Ingresos (MM\$)
35	Telefonica	137,7
40	Banco Santander	125,1
78	BBVA	82,8
83	Iberdrola	77,7
193	Repsol	42,3
244	Inditex	34,8
300	Cepsa	29,7
306	Iberdrola Renovables	29,5
324	Gas Natural	27,8
399	Criteria Caixa Corp	23,2
418	Banco Popular	22,1
448	Abertis	20,9
460	Fenosa	20,5
471	ACS	20,2

Fuente: Financial Times

Puede concluirse por tanto que la continua pérdida de peso de las firmas europeas y norteamericanas durante el período como consecuencia del avance de los BRICs no habría afectado a las grandes compañías españolas, que no sólo habrían mantenido su ponderación en el contexto mundial, sino que la habrían incrementado. Además puede afirmarse que este mayor tamaño vino dado en gran parte por su internacionalización, puesto que el crecimiento en el exterior de las 10 grandes empresas analizadas fue muy superior a la que tuvieron en el mercado español. Así mientras los ingresos de sus operaciones domésticas crecieron a un promedio anual del 7,9%, los provenientes de la actividad exterior lo hicieron a un 34,2%, debido a la mayor amplitud del perímetro de consolidación, que se vio incrementado año a año mediante la incorporación de las nuevas adquisiciones en el exterior. Como resultado de ello, a finales de 2007, la cifra de ingresos que obtenían en el exterior alcanzaba el 47,2% del total, encabezadas por Ferrovial (63,8%), la más internacionalizada, y seguida por Telefónica (61,2%), Santander (60,2%), BBVA (53,5%) y Endesa (52,4%), firmas todas ellas cuyo negocio exterior superaba el 50% del total de sus ingresos (Figura 2).

Figura 2. Ingresos Internacionales % s. Total **Tabla 4. Posición en el ranking por ingresos de cada país**



	Brasil	México	Argentina	Chile	Colombia	Perú	R. Unido
Telefónica	1	3	1	1	1	1	1
Santander	4	3	3	1	-	-	6
BBVA	-	1	1	4	4	2	-
Repsol	3	-	1	-	-	1	-
Iberdrola	-	1	-	-	-	-	6
Endesa	-	-	3	1	-	1	-
Gas Natural	-	2	-	-	1	-	-

Fuente: Informes Anuales y Elaboración Propia

Comparativamente con el 7,3% de ingresos que estas mismas firmas obtenían de sus negocios internacionales al inicio del período (1995), puede concluirse que el proceso de adquisiciones fuera de España las transfiguró, pasando de compañías enfocadas en el mercado interior a multinacionales diversificadas geográficamente. Esta transformación afectó también a su dimensión, de forma que el déficit de grandes empresas que el país sufría a mediados de los años noventa se vio paliado en gran medida por este movimiento de internacionalización que las dotó de un tamaño similar o incluso superior al de sus competidores europeos. Mientras que doce años atrás no había ni una sola entre las cincuenta de mayor capitalización de Europa, a finales de 2007 eran cinco las que formaban parte del índice Eurostoxx50, siendo un banco español, Santander, el de mayor capitalización de la Eurozona.

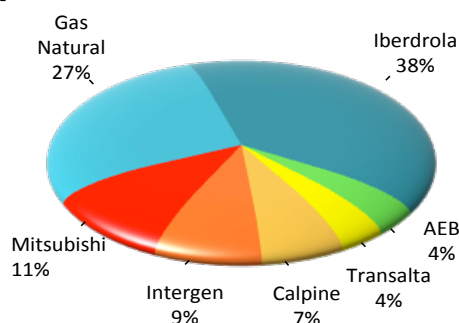
2.2. Liderazgo en los mercados en que operan.

“Las compañías ganadoras serán aquellas que descubran y entren en industrias con crecimiento real y sean número uno o dos en los mercados en que operen”¹²⁰ Esta frase, correspondiente al primer discurso de Jack Welch como presidente de General Electric en Wall Street, y que tanto impacto tuvo en la literatura sobre *management* de la época, describe bien el posicionamiento de las grandes empresas españolas en los mercados exteriores, sobre todo en el caso de Latinoamérica. En efecto, la estrategia seguida se basó en obtener el liderazgo en los mercados objetivo más que en la expansión geográfica per se; prueba de ello es que se dejaron aparte grandes áreas con fuerte potencial de crecimiento, como el caso de los países emergentes asiáticos, del Este de Europa o del norte de África, en los que apenas se introdujeron las empresas españolas. Esta estrategia de focalización geográfica fue complementada por otra de control de las firmas adquiridas, bien mediante opciones de compra, acuerdos societarios, OPAS, etc., lo que dio como resultado una posición de preeminencia de las firmas españolas en los mercados seleccionados (Tabla 4). Por consiguiente, las inversiones fueron seleccionadas de forma que a través de ellas se lograra una posición de operador (*player*) de referencia en cada uno de los países. Como ya se ha citado, Brasil tal vez sea uno de los casos más claros de esta estrategia. Allí, el grupo Santander, que a finales del período era el tercer banco privado del país, logró esta posición, mediante la adquisición de cuatro bancos distintos (Geral, Noroeste, Banespa y ABN Banco Real), en seis operaciones de compraventa de acciones o ampliación de capital, incluida una OPA, y mediante las cuales fue obteniendo la mayoría de control de dichos bancos. De igual forma, Telefónica, que inicialmente participaba en un consorcio que se adjudicó unas determinadas participaciones en operadoras de móvil de ciertos Estados del país, amplió su participación comprando la parte de Iberdrola y realizando permutas de activos con Portugal Telecom, para finalmente adquirirla a esta última el 50% de Vivo (Julio de 2010), lo que le permitió alcanzar el liderazgo en el mercado de móviles de Brasil. En el extremo opuesto, estaría BBVA, quien al vislumbrar la oportunidad de hacerse con la mayoría de Bancomer, líder en México, optó por vender su participación en la banca Excel de Brasil, renunciando a su presencia en el país carioca, donde resultaba más difícil obtener una masa crítica suficiente para operar con rentabilidad. De forma similar, las participaciones que los bancos españoles tenían en Europa, sobre todo en Italia (BBVA/BNL, Santander/San Paolo y Santander/Antoveneta), se abandonaron al llegar a la conclusión de que no podía construirse un banco líder donde

¹²⁰ Welch Jack. “Jack: Straight from the Gut”. 2003.

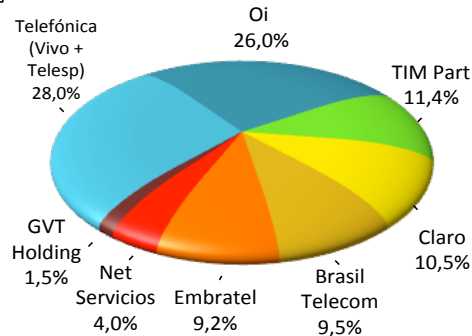
los españoles tuvieran una mayoría de control. Como el propio presidente del Banco Santander reconocía en una carta a los accionistas, “la incorporación de Antoveneta habría representado también un interesante primer paso en Italia. Sin embargo, con dicha compra no lograríamos tener en este país el tamaño suficiente para desarrollar adecuadamente nuestros negocios sin realizar inversiones significativas”¹²¹

Figura 3 – Mercado de electricidad en México



Fuente: CEPAL

Figura 4– Operadoras de telefonía en Brasil



Fuente: ABC

2.3. Control de las compañías adquiridas.

Demsetz, H. y Villalonga (2001) no encontraron una relación estadística relevante entre el control accionario de las firmas y su *performance*, consistente con la idea de que si bien la propiedad muy repartida de una entidad puede exacerbar algunos problemas de agencia, la mayor rentabilidad los compensa. Sin embargo, cuando la firma adquirida se convierte en asociada o subsidiaria de una multinacional, el hecho de poseer una mayoría accionaria permite a ésta ejercer el control sobre sus operaciones, pudiendo implementar, si así lo desea, su estrategia global en cuanto a dirección, marketing, recursos humanos, precios de transferencia, etc., que de otra forma no podría (Erramilli, M., 1996). En un mundo crecientemente globalizado, la eficiencia de los centros globales de contabilidad, recursos humanos, IT u otros, dependen en gran medida de que exista una estrategia común a lo ancho de la empresa multinacional. De esta forma podrán dar servicio un mayor número de subsidiarias, ganando eficiencias de coste, incrementando su productividad y asegurando la implementación efectiva de las políticas globales de la empresa en esos ámbitos, de acuerdo a la estrategia diseñada por la dirección. Por otra parte, el hecho de disponer de una mayoría amplia en el accionariado de la firma participada da un cierto margen de holgura a la hora de recabar recursos financieros, puesto que estos pueden conseguirse mediante ampliaciones de capital o salida a Bolsa¹²² (IPO) de una parte del mismo, sin perder el control de la subsidiaria. Éste fue el caso de la venta por parte de Repsol de algo más del 25% de YPF al inversor argentino Eskenazi entre 2008 y 2011 o el 40% de sus operaciones en Brasil a la china Sinopec, que le permitieron financiar nuevas exploraciones en el país y mantener su política de dividendos. De igual manera, la salida a Bolsa del 16% de la filial del Banco Santander en Brasil o la venta por parte de Ferrovial de diversas participaciones tanto en la canadiense ETR 407 como en la británica BAA fueron

¹²¹ El Santander vende el banco italiano Antoveneta a Monte di Paschi por 9.000 millones. El País. 8-11-2007

¹²² A esta operación se le conoce como “equity carve-out”. Mascareñas, J. (2011). Cap.8

operaciones destinadas a fortalecer los balances de estas firmas en momentos de difícil acceso a los mercados de deuda. Por otra parte, la falta de una mayoría de control puede conducir a situaciones de estancamiento en las decisiones que finalmente llegan a impedir el desarrollo de la estrategia. Tal fue el caso de Telefónica en Brasil, quien al estar sometida a la rigidez de la *joint venture* con Portugal Telecom no podía ofertar un *pack* conjunto de telefonía fija, móvil, servicios de Internet y contenidos, al no contar con la mayoría de Vivo, el holding que formó en 2002 con la operadora portuguesa y donde cada uno contaba con un 50% de participación. La adquisición de Vivo, y como consecuencia la posición de liderazgo en Brasil, le supuso a Telefónica pagar 8.100 M € por el 50% que no poseía, equivalente a 11 veces EBITDA, un múltiplo significativamente alto comparado con operaciones similares en países emergentes, y que obligaba a la española a encontrar sinergias de 4.000 M € (la mitad del precio pagado) para justificarlo¹²³.

Por último, otro efecto positivo de la toma de control es que contablemente permite su consolidación por integración global o proporcional (NIC 28) mientras que si no se detenta, únicamente puede consolidarse por puesta en equivalencia. La diferencia fundamental viene de que al consolidar por integración se agregan los ingresos y el beneficio de la participada a la matriz, mientras que en la puesta en equivalencia no. De esta forma se mejoran las cifras de facturación y beneficios atribuidos al grupo y sus sociedades, reflejando en los estados financieros una mejora significativa sobre lo que serían las cifras individuales, lo que psicológicamente tiene impacto en la comunidad de inversores¹²⁴.

2.3. Incremento y rentabilidad de las inversiones en capital fijo

Habitualmente, a la expansión exterior a través de adquisiciones le sigue la inversión en las nuevas participadas (IT, instalaciones, etc.), de forma que éstas van aproximándose progresivamente al nivel de desarrollo de la matriz. Fue claramente el caso de Repsol, quien a la hora de adquirir YPF anunció un ambicioso programa de inversiones y de igual manera los bancos españoles, cuya inversión en IT en las instituciones financieras latinoamericanas les permitió ir incrementando la productividad, manteniendo y a veces mejorando el ratio de eficiencia (el porcentaje de ingresos que consumen los gastos), diferenciándose así de sus competidores locales. De hecho, un estudio de Mckinsey¹²⁵ revelaba que en conjunto tan solo una cuarta parte de los bancos latinoamericanos dedicaban más del 30% de su presupuesto de informática a nuevos proyectos, frente a un 60% en los bancos europeos, y únicamente un 10% de sus beneficios eran destinados a inversión tecnológica frente a un 18% de los europeos. Con la llegada de los bancos españoles, a la región, las entidades latinoamericanas generalmente sobredimensionadas en cuanto a personal debido al gran volumen de transacciones realizadas en papel, fueron poco a poco elevando sus porcentajes de inversión en IT, usando incentivos a los clientes para el uso de cajeros automáticos y otros medios electrónicos que permitieron incrementar la productividad significativamente.

En el caso de las eléctricas, a la entrada a través de adquisiciones de Endesa, Iberdrola o Gas Natural en la zona, le siguieron fuertes inversiones en nuevas centrales generadoras

¹²³ Telefónica/Portugal Telecom. The Lex Column. Financial Times 28-07-2010

¹²⁴ El beneficio de Telefónica en 2010 creció más de 2.000M € sobre igual período de 2009, solo por el efecto contable de la consolidación de Vivo, que anteriormente se hacía por puesta en equivalencia.

¹²⁵ Improving Operations and IT in Latin America's banks. The Mckinsey Quarterly. May 2007

como el caso de Iberdrola en Centroamérica o en México, donde en 2011 otra compañía española, Acciona, desarrolló en el mayor complejo eólico de toda América Latina con una generación equivalente al consumo de una población de 500.000 habitantes.

Finalmente, Telefónica, aparte de las fuertes inversiones en los países donde opera, inauguró un centro de I+D en Brasil encargado del desarrollo de nuevos productos y servicios para la operadora. Es evidente por tanto que la mayor dimensión y alcance geográfico de las operaciones permiten repartir los costes de I+D entre unos mayores ingresos a la vez que el conocimiento y la experiencia (*Know how*) de unos países puede ser trasvasada a los demás. Por consiguiente, la internacionalización generalmente conlleva una mayor inversión que puede ser absorbida por un mayor volumen de ingresos y que generalmente resulta más rentable por cuanto igualmente es aprovechada por más organizaciones dentro de la multinacional. Sin embargo, a pesar de la evidencia anterior, una de las potenciales preocupaciones que surgen en los países receptores de la inversión cuando sus empresas tienen una elevada participación extranjera, es que los inversores foráneos pueden reaccionar de distinta forma que los locales ante cambios adversos en las condiciones del ciclo económico en la zona. Por un lado, las entidades matrices tienen la capacidad de reasignar su capital y recursos entre regiones y países en función del riesgo y rendimiento esperados. Debido a diferencias en la coyuntura, existe la posibilidad de que las actividades de las filiales en países de bajo crecimiento se vean relegadas a favor de otros destinos (Gutiérrez de Rozas, 2005). Este fue el caso de las inversiones en Argentina, prácticamente congeladas en el quinquenio siguiente a la crisis de 2001, e igualmente ha sido el de las inversiones en lugares como Bolivia, Ecuador o Venezuela relegadas a un segundo plano, incluso con desinversiones como la del Banco Santander en el Banco de Venezuela, debido a la difícil coyuntura política respecto a la inversión extranjera en dichos países.

2.4. Diversificación del riesgo

Grubel (1968), aplicando al entorno internacional las teorías de selección de carteras de Tobin (1958) y Markowitz (1959) demostró que era posible la reducción del riesgo mediante la inversión en una cartera eficiente de activos internacionales. Rugman (1976), extendiendo el concepto de flujo de capitales hasta asimilarlo a Inversión Extranjera Directa, concluyó que las operaciones en el exterior no solo permiten incrementar los beneficios a las firmas multinacionales sino que reducen su riesgo por efecto de la diversificación en diferentes economías, siempre que los parámetros macroeconómicos de las mismas no estén correlacionados. Esta intuitiva teoría, corroborada por otros autores más recientes¹²⁶, aplicó al caso de las multinacionales españolas, por cuanto su diversificación geográfica redujo los efectos de la crisis económica posterior como se verá en el capítulo 10, al valorar los inversores su menor exposición al mercado doméstico, fuertemente sacudido por la recesión. A este respecto, los propios bancos españoles siempre han asegurado que, aparte de la afinidad cultural, una de las razones por la que eligieron Latinoamérica como destino prioritario de su inversión, era la correlación negativa de sus ciclos económicos con el de las economías occidentales¹²⁷. En muchos casos, la expansión geográfica vino acompañada de una diversificación de líneas de negocio, que también contribuyó a minorar el riesgo.

¹²⁶ Bowen NS Wiersema,(2009). International and Product Diversification: Their Interrelationship and Impact on Firm Performance.

¹²⁷ Cano Ángel. Ciclo de conferencias EADE-Deloitte 29-06-2004

Ése fue el caso de Repsol, que tenía su actividad basada prácticamente en marketing y refino, y a quien los negocios de YPF, enteramente basados en la exploración, complementaron hasta equilibrar casi al 50% sus líneas de la *upstream* y *downstream*, de forma similar a sus mayores competidores. De igual forma, las constructoras españolas que buscaban convertirse en proveedoras de servicios de infraestructuras para contrarrestar la dependencia de la construcción fuertemente ligada al ciclo económico, encontraron en las adquisiciones exteriores la diversificación que buscaban, caso de Ferrovial con la adquisición del operador británico de aeropuertos BAA o la autopista canadiense E-407. Por su parte, los grandes bancos, muy dependientes de los mercados internacionales para financiar su activo en España, encontraron un mayor equilibrio entre depósitos y préstamos una vez consolidadas sus adquisiciones internacionales. Por consiguiente, la diversificación geográfica vino acompañada por una diversificación en líneas de negocio y en estructura de balance que contribuyó a disminuir doblemente la exposición al ciclo económico.

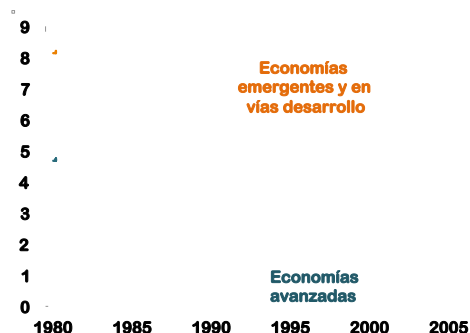
3. Posicionamiento en América Latina

Uno de los rasgos más destacados de este proceso fue fuerte apuesta de las empresas españolas por América Latina, como lo prueba el hecho de que durante el período fuera España el mayor inversor europeo y el segundo mundial tras Estados Unidos superándolo incluso en el año 2000.

3.1. Ventajas derivadas de la inversión en Latinoamérica

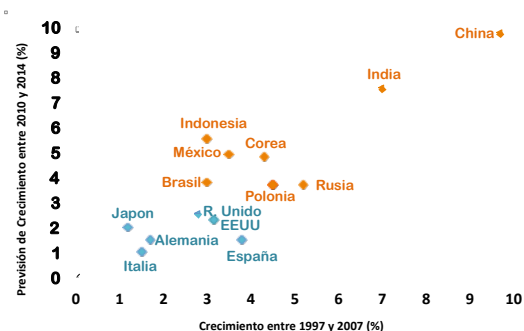
En general, la presencia de las empresas en mercados emergentes es considerada un factor clave para su crecimiento, una vez que desde finales de los 90 estas economías vienen progresando a ritmos muy superiores a los de desarrolladas (Figura 5)^{128 129}. Este hecho, unido a su buen comportamiento frente a la crisis económica de 2008-09, ha convertido a los mercados emergentes en destino favorito de la inversión internacional, de forma que sus previsiones de crecimiento son marcadamente superiores a las de Europa, Japón y Estados Unidos (Figura 6).

Fig. 5 Tendencia del PIB Real en % (1980-2009)



Fuente: FMI World Economic Outlook. Nov. 2008

Figura 6. Crecimiento anterior (1997-2007) y proyectado 2010-14



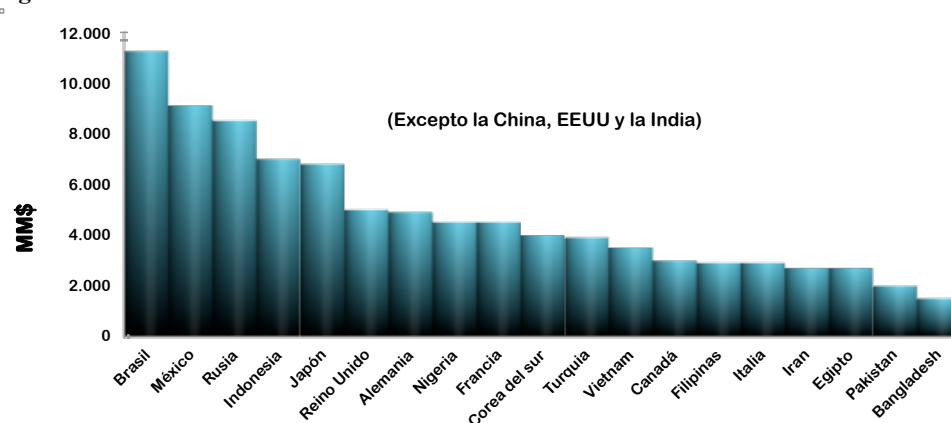
Fuente: ABC 21-08-2010

¹²⁸ Driffield, Du and Girma, (2008). Optimal geographic diversification and firm performance: evidence from the UK.

¹²⁹ Hejazi and Santor, (2005). Degree of Internationalization and Performance: An Analysis of Canadian Banks.

A más largo plazo, los economistas pronostican que debido al aumento de población, y sobre todo al nacimiento de una clase media cada vez más pujante, los estándares de consumo, inversión y renta de estos países se aproximarán cada vez más a los de las economías avanzadas. Consecuentemente, los niveles de infraestructuras, consumo eléctrico, uso de telecomunicaciones o bancarización, por citar tres de los que más afectan a las compañías españolas, mejorarán significativamente, con el consiguiente impacto en las firmas que operan en dichas áreas. En este contexto, el acrónimo BRIC, acuñado por Goldman Sachs en 2000 para denominar a las pujantes economías de Brasil, Rusia, India y China, se sigue ampliando progresivamente, por cuanto otros emergentes, como México o Indonesia, se van uniendo a los anteriores de forma que según la mayoría de previsiones, en 2050 tan solo Estados Unidos permanecería como país integrante de las siete mayores economías del mundo, lo que hoy se conoce como G-7, cayendo el resto por debajo de dicha posición. (Figura 7).

Fig. 7. Previsiones de PIB en 2050



Fuente: Goldman Sachs

Dentro de ese ranking, merecen mención especial México y Brasil, en los que las grandes empresas españolas mantienen una posición de liderazgo y que según las previsiones devendrían la cuarta y la quinta economía mundial respectivamente, siendo para entonces su PIB individual más de cuatro veces el español, lo que da una idea de su importancia como destino inversor. Y si bien Brasil ha sido el más rezagado de los BRIC, con crecimientos del 3-4%, incluso inferiores, que no pueden definirse como “ritmo de crecimiento asiático”; sin embargo no es un nivel despreciable si se compara con los datos de principios de la década de los 2000¹³⁰. Igualmente, y aunque por su menor tamaño no figuren en dicho ranking, otras economías latinoamericanas de tipo medio como Argentina, Chile, Perú o Colombia, vienen disfrutando durante los últimos años de unas altas tasas de crecimiento relativamente altas, lo que contribuye a aumentar su peso relativo dentro de las cuentas de resultados de las firmas españolas, singularmente las de los dos grandes bancos.

¹³⁰ Garland (2008) Brasil consolida el crecimiento de los países BRIC. Boletín Económico IE Bussines School, Julio/Agosto 2008.

Por consiguiente, desde un punto de vista macroeconómico la apuesta de las grandes firmas españolas por Latinoamérica parece corroborada no solo por el crecimiento de sus economías durante el período, sino por su posterior resistencia al ciclo bajista y por las perspectivas de futuro que las principales instituciones financieras mundiales pronostican para la zona.

3.2. Posición de las empresas españolas en la Región

Tabla 5. Firmas españolas en el ranking de Latinoamérica.

Nº	Empresa	Ventas M\$	Principales subsidiarias
1	Telefónica de España	29.915	Brasil, Argentina, Chile, México, Perú, Colombia,
7	Repsol-YPF	16.817	Argentina, Brasil, Perú, Bolivia.
16	Endesa	9.366	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú
28	Iberdrola	5.240	Brasil, Guatemala, México, Chile, Bolivia.

Fuente: CEPAL (2008)

Tras doce años de inversión, integración y estabilización de las adquisiciones Latinoamérica, una vez testeadas éstas tanto al ciclo alcista como a severas crisis (la brasileña de 1998 o la argentina de 2001), a finales del período las grandes empresas españolas ocupaban un lugar preeminente en el panorama empresarial de Latinoamérica, resultando muchas de ellas líderes en sus respectivas áreas de actividad. Así, entre las diez mayores firmas de la región se encontraban cuatro españolas, Telefónica, Santander, BBVA e Iberdrola. (Tabla 5) que a su vez mantenían importantes cuotas de mercado en varios países lo que las convertía en *players* de referencia. En banca, Santander era el cuarto en Brasil y el primero Chile, mientras BBVA era la primera entidad de México y la segunda de Perú

Por su parte Telefónica superaba a América Móvil, su mayor competidor, en la mayoría de países del área, exceptuando México, Ecuador y Centroamérica, destacando su posición de liderazgo en Brasil, el mayor país de la región. En el ámbito energético, Iberdrola era la mayor generadora en México y Guatemala, mientras que seguía expandiendo su negocio en Brasil, ocupando sin embargo una posición más modesta dada la enorme dimensión de este mercado. Por su parte Endesa era líder en Chile y Perú y Gas Natural se encontraba bien posicionado en México y Colombia. Finalmente, Repsol obviamente era la primera petrolera argentina por YPF y en Perú por su inversión en La Pampilla, mientras que de las constructoras internacionalizadas, Ferrovial era el mayor concesionario de infraestructuras de Chile.

Como consecuencia de lo anterior, cuatro firmas españolas se encontraban entre las 30 mayores por facturación de Latinoamérica (entre las 20 mayores europeas en Latinoamérica)¹³¹, mientras que los dos bancos, Santander y BBVA, eran los mayores de la región por volumen de activos. A finales del período más del 30% del resultado de las diez grandes firmas analizadas provenía de Latinoamérica. Por último en lo que respecta a Estados Unidos, la entrada de los bancos españoles, como *players* dentro de la banca minorista de ciertas áreas geográficas, como el Sur en el caso de BBVA y el Nordeste en el del Santander, tuvo un alto coste al realizarse en un mercado maduro a precios elevados, justo antes de la crisis financiera de 2008 lo que, si bien les dio acceso al crédito en 2008 cuando los mercados de deuda se cerraron, sin embargo produjo

¹³¹ La inversión extranjera en Latinoamérica y el Caribe. CEPAL 2008

significativas pérdidas en años posteriores. Sus posiciones en el ranking del país (27 Santander y 30 BBVA), los situó únicamente entre la multitud de bancos medianos del país, sin posibilidades aparentes de subir en la escala. Las otras grandes empresas con adquisiciones en Norteamérica fueron Iberdrola con Energy East y Ferrovial con varias concesiones insignia como la entrada a Chicago o la Indiana Toll Road o el Trans Texas Corridor, que la convirtieron en referente como gestor de infraestructuras, ayudándola posteriormente a conseguir contratos adicionales.

3.3. Retos y riesgos de la inversión en Latinoamérica

Alguien definió mercados emergentes como aquellos de los que no se puede emerger en caso de emergencia, y éste bien pudiera ser el caso de Latinoamérica. Para demostrar esta afirmación, baste recordar las crisis de Brasil (1999) y Argentina (2001) en la que quedaron atrapadas multimillonarias inversiones españolas, y que según determinados estudios¹³² llegaron a impactar en España hasta un 0,8% de su PIB. Efectivamente, aun cuando la presente estabilidad de estas economías no apunta a una repetición de turbulencias pasadas, como lo demuestra el hecho de que la inversión internacional haya satisfecho con creces la fuerte demanda de capital de esos países (en 2009 las salidas a Bolsa (IPOs) en los emergentes doblaron en valor a las de países desarrollados), ello no significa que por principio estas inversiones vayan a ser más rentables que las de los países desarrollados, por cuanto existen distintos factores, aparte de la inestabilidad política y el ciclo económico, que pueden afectarlas significativamente. Entre ellos, subrayar los siguientes:

- Incremento del PIB no es sinónimo de rentabilidad en la inversión
- Interconexión de las economías latinoamericanas y emergentes
- Política hostil a la inversión extranjera

(1) Incremento de PIB no es sinónimo de rentabilidad en la inversión

Entre los estudios académicos existe discrepancia acerca de la posible correlación entre los crecimientos del PIB y los rendimientos del mercado de valores; mostrando en algunos casos que, de existir dicha correlación, ésta sería incluso ligeramente negativa. En un estudio que incluye datos de 16 países durante 100 años, el profesor Ritter de la Universidad de Florida¹³³ llega a la clara conclusión de que los países con mayor potencial de crecimiento no son los que ofrecen mejores oportunidades de inversión a menos que las valoraciones sean bajas. La causa de esta conclusión, contraria a la intuición, debe encontrarse en que las valoraciones no están basadas en el PIB sino en las circunstancias específicas de cada empresa, que pueden diferir notablemente, y que incluso siendo favorables, dada la volatilidad de estos mercados, pueden llegar incluso a desaparecer. Desde una perspectiva macroeconómica, esto puede entenderse teniendo en cuenta que las economías emergentes disponen de una gran reserva de ahorro y recursos humanos infrautilizados, y cuya movilización es clave para su desarrollo. Sin embargo, dicha movilización no se produce ante la facilidad de que actualmente disponen las firmas de esos países de obtener recursos financieros externamente, lo que va en

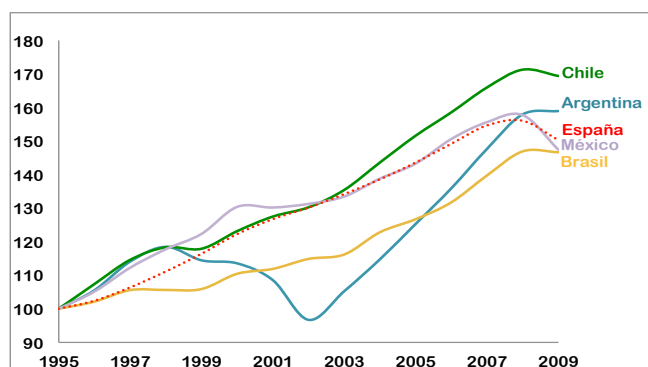
¹³² Blázquez y Sebastián. The impact of Argentine crisis on the Spanish Economy. Real Instituto Elcano WP32.2004

¹³³ Ritter, J. Economic Growth and Equity Returns. Pacific-Basin Finance Journal. August, 2005.

detrimento de sus accionistas, que sólo pueden compensarlas si se produce un mayor retorno sobre la inversión¹³⁴. En este contexto, cabe preguntarse si las valoraciones en los mercados emergentes son o han sido bajas en el pasado. Y si bien, en el caso de las inversiones españolas en Latinoamérica, no existe una respuesta uniforme para todas ellas; sin embargo hay evidencias que apuntan a ciertas sobrevaloraciones en algunas operaciones importantes, como la entrada del Banco Santander en Brasil, donde su oferta por Banespa resultó ser 2,5 veces superior a la del siguiente postor, o la adquisición de YPF por parte de Repsol, vendida parcialmente doce años más tarde al mismo precio al que se adquirió en 1999, y finalmente expropiada en 2012 con una pérdida significativa de valor.

Por consiguiente, la perspectiva de crecimiento no es el único parámetro que influye en la rentabilidad de la inversión, sino que ésta depende también del precio pagado y las futuras necesidades de capital para mantener la generación prevista de flujos de caja. Desde este punto de vista, no debe olvidarse que la posición de liderazgo que alcanzaron las firmas españolas en estos mercados no solo tuvo un coste de entrada significativo sino que en muchas ocasiones requirió de inversiones complementarias para realizar ajustes adicionales que adecuaron los flujos de caja de las adquisiciones a los planificados en el momento de la compra, sin olvidar los numerosos casos en los que hubo que recapitalizar o en los que existieron problemas con la repatriación de dividendos.

Figura 8. Latinoamérica. Crecimiento del PIB (1996-2009)



(2) *Fatiga, interconexión y dependencias de las economías latinoamericanas.*

Como se ha indicado, la inversión latinoamericana de las empresas españolas no estuvo exenta de circunstancias adversas, como fueron la crisis de Brasil de 1999 y, con mayor agudeza, la de Argentina de

2001-2002, y que pusieron a prueba su voluntad de permanencia. Mientras que un gran número de firmas estadounidenses y europeas se desprendieron de sus activos en la región, las multinacionales españolas aguantaron el chaparrón y buscaron alternativas de inversión más al norte, centrándose en nuevas operaciones en EEUU, México y Colombia. Con excepción de Aguas de Barcelona, llevada de la mano por su socio francés, Suez, ninguna tiró la toalla (Santiso, 2007). Fue solo a partir de 2003 cuando las grandes economías de Latinoamérica se consolidaron con crecimientos sostenidos que, si bien inferiores a otras emergentes como China o India, se mantuvieron prácticamente todos los años por encima del 3%. No obstante, esta situación de aparente confortabilidad deja entrever algunos aspectos que pueden resultar preocupantes a futuro: de una parte, la fuerte dependencia de estas economías de los precios de las materias primas (*commodities*) y de otras la fatiga que a partir de 2010 mostraron alguna de las principales economías como Brasil. En cuanto el primer aspecto debe recalcar que desde 2000 el precio de las materias primas (*commodities*) tuvo un positivo impacto en las economías de la zona, dado que más del 50% de las exportaciones de ocho países

¹³⁴ Beware the Lure of GDP when seeking stocks in Brics. Peter Tasker. Financial Times. Jan, 12, 2010.

de la zona dependen de las *commodities*. En este sentido, la gran demanda de China sobre materias primas como petróleo, hierro y minerales en general, unida a la de otros productos agrícolas como la caña de azúcar para la fabricación de biodiesel, contribuyó de forma sostenida a que Latinoamérica sorteara con éxito la crisis financiera de 2008. De unas exportaciones de Latinoamérica a China de 4.000 M \$ en 2000 se saltó a más de 50.000 M a finales de la década, sobrepasando el país asiático a Estados Unidos como principal destino exportador de países como Brasil, cuyo déficit comercial con China en 2010 se situaba cerca del 2% y que hubiera sido el doble si el precio de las materias primas no hubiera contribuido favorablemente. Esto permite concluir que en caso de una desaceleración de la economía china, ya vislumbrada por algunos economistas^{135 136}, llevaría al probable fin del auge de los precios de los productos básicos de exportación lo que perjudicaría seriamente a los exportadores de metales, como Perú y Chile, a los de petróleo, Venezuela, Bolivia, Ecuador y Colombia, y los de alimentos, principalmente Argentina. En este aspecto, Brasil y México, con economías más diversificadas serían los menos afectados¹³⁷.

Un segundo aspecto a considerar es la fatiga observada en alguna de estas economías y que hizo que a partir de 2010 tanto el flujo de capitales como la revalorización de su mercado bursátil o el crecimiento de su PIB se alejaran de las tasas propias de países emergentes. Una de las principales causas fue la apreciación de sus monedas, en particular el real brasileño, consecuencia por una parte del favorable saldo de sus exportaciones, y de otra por la demanda de inversión tanto en acciones de empresas como en títulos de deuda privada y pública, ambas alentadas por la política monetaria expansiva de la Reserva Federal de Estados Unidos, en su intento por reactivar la economía del país. Ello produjo que muchos fabricantes que antes exportaban al sureste asiático pasaran a fabricar allí directamente, con la consiguiente pérdida de oportunidades en el país¹³⁸. Si bien esta apreciación se corrigió a medida que Estados Unidos fue atenuando su política de facilidad monetaria; sin embargo otros factores, como la deficiente calidad de las infraestructuras de la región, tanto eléctricas como civiles, que encarecen sobremanera los costes de las empresas, así como la falta de seguridad jurídica en alguno de ellos, no cabe duda pueden suponer un techo temprano al potencial de estos países, limitando en el futuro su tasa de crecimiento. Ligado en cierta manera a ello se encuentra el incremento de conciencia social hacia la universalización de ciertos servicios como la educación o la sanidad, más patente a medida que los países van alcanzando una determinada renta per cápita, como fue el caso de Chile en 2011 o el de Brasil en 2014 con motivo del gasto en acontecimientos deportivos. Junto a los efectos favorables que el fenómeno conlleva a largo plazo para el bienestar de estas sociedades; sin embargo, a corto puede pesar sobre los frágiles equilibrios presupuestarios de sus administraciones, retrasando otros planes, como los encaminados a la mejora de sus infraestructuras, absolutamente necesarios para preservar un nivel de crecimiento similar al actual.

¹³⁵ Krugman, Paul. Hitting Chana's World. New York Times. July 18, 2013.

¹³⁶ Friedman, George. Recognizing the end of the Chinese economic miracle. Stratfor Geopolitical Weekly. July 23.2013

¹³⁷ Estudio económico de América Latina y el Caribe 2013. CEPAL

¹³⁸ How Brazil risks becoming victim of its own success. Financial Times Septiembre 3, 2007

Todo lo anterior conduce a la conclusión de que existe una creciente interconexión de las economías latinoamericanas, que ya se puso de manifiesto a principios de la década cuando las crisis de Argentina y Brasil contagiaron al resto de la región. A futuro, resulta evidente que su mayor dependencia de las economías de China y Estados Unidos significará que una crisis en cualquiera de ellos afectará inexorablemente a la zona. En el caso de Estados Unidos, no sólo por cuanto es su primer o segundo cliente, sino porque es donde se genera la mayor parte de las remesas de inmigrantes, que tienen un efecto importante en la balanza de pagos de algunas economías y que en muchos de ellos alcanzan tasas próximas al 10% de su PIB, superiores incluso a su saldo neto exterior¹³⁹. Por consiguiente, la diversificación aparente que supone la inversión en un número diferente de países, queda en gran medida contrarrestada por la fuerte interconexión existente entre ellos, por lo que más que de inversión exterior en países individuales, debe hablarse de una inversión conjunta en Latinoamérica.

(3) Movimientos hostiles a la IED y a la inversión española

Desde comienzos de la inversión extranjera a principio de los años 90, determinados sectores sociales de Latinoamérica se opusieron a la política de privatizaciones, a su forma de llevarlas a cabo y finalmente a la adjudicación de importantes empresas a inversores extranjeros. Como notaba Giráldez Pidal (2002), “en los últimos meses se ha intensificado una actitud crítica ante la masiva y rápida inserción de las empresas españolas en los principales mercados latinoamericanos, en muchos de ellos en calidad de operadores monopólicos con amplios márgenes de ganancia. Con algunos componentes de nacionalismo, pero sobre todo, con una preocupación legítima respecto al futuro funcionamiento de los mercados, la opinión pública (tanto en América Latina como en España) está manifestando su inquietud por esta ya llamada, en forma despectiva, reconquista española”. Esta inquietud ha ido reavivándose en la medida que determinados regímenes han situado como estandarte político la renacionalización de determinadas firmas, como fue el caso del Banco de Venezuela por parte del régimen chavista, de Repsol, Iberdrola y Red Eléctrica en Bolivia, o el más grave de YPF en Argentina, a las que deben añadirse las difíciles negociaciones para mantenerse en otros como fue el caso de Ecuador. Independientemente del sentimiento político, hay factores que sin duda han avivado este movimiento de opinión contraria a las firmas españolas, algunos desde el origen como la falta de transparencia en muchas de las privatizaciones, agudizada tras los procesos a los que se vieron sometidos por supuestas ayudas a determinadas opciones políticas en algunos países; y otros relacionados con el mal funcionamiento o la posición de superioridad, cuando no de arrogancia, frente a los consumidores locales, en parte heredada de su pasado de monopolios en España. Si bien no se trata de un fenómeno generalizado (el servicio de muchas de ellas se considera excelente); sin embargo, estas actitudes que siempre provocan el rechazo del consumidor, se agudizan aún más si la propiedad de dichas compañías se encuentra en manos extranjeras. Por último, dentro de este contexto, citar el eterno debate entre hispanofilia e hispanofobia, actualizado a raíz de la subida al poder de regímenes populistas y que han exacerbado un revisionismo histórico muy crítico con la labor desarrollada por España en el Continente, lo que unido a la inseguridad jurídica de alguno de estos países, supone un riesgo evidente para la inversión española, que de materializarse podría derivar en pérdidas millonarias para las firmas analizadas, como ha sucedido con Repsol en Argentina.

¹³⁹ Financing Latin America's low income consumers. The McKinsey Quarterly 2007. Shaping a new agenda for Latin America

4. Impacto de la expansión internacional en la valoración de las grandes empresas españolas.

En este apartado se va a analizar el comportamiento bursátil de las compañías internacionalizadas durante el período de doce años considerado (1996-2007), con el objetivo de comparar su rendimiento con el de sus competidores nacionales e internacionales. Esta comparación debe dar una primera idea del rendimiento de estas firmas para los inversores; si bien en su cotización no solo influyó el hecho de su expansión internacional sino el impacto que tuvo el fuerte crecimiento del mercado interior durante dicho período. Aunque ambos hechos son difíciles de aislar por cuanto en el precio de la acción se reflejan conjuntamente todo el abanico de circunstancias pasadas, presentes y previsibles que afectan a cada una de las firmas; sin embargo, se tratará de determinar los parámetros que más afectaron al rendimiento de la acción y establecer un paralelismo entre ambos, que al menos pueda dar una idea del impacto del negocio internacional en su capitalización bursátil. Para este primer análisis se ha respetado estrictamente el período elegido (1996-2007), dejando para una discusión posterior, la posible toma de otro lapso de tiempo diferente en función de las circunstancias particulares que afectan al fenómeno de las adquisiciones en el exterior.

4.1. Impacto en el índice bursátil. Comparación con otros índices europeos.

De cara a obtener una primera aproximación al comportamiento del precio de la acción de estas firmas, se ha comparado el índice de referencia (Ibex-35) con los de las principales bolsas europeas. La posible extrapolación del índice al precio de las acciones debe hacerse con precaución, puesto que si bien “el objetivo de los ajustes al índice es asegurar en la medida de lo posible y de una forma simple que el Ibex-35 refleja el rendimiento (performance) de una cartera compuesta por los mismos títulos que componen el índice”¹⁴⁰, sin embargo dichas adaptaciones distorsionan la comparación con las acciones individualmente. La principal diferencia reside en los dividendos ordinarios. Así, mientras la mayoría de índices, incluido el Ibex, no se ajusta por dividendos; sin embargo el precio histórico de las acciones sí lo hace, de forma que refleja el rendimiento del accionista tanto por precio como por dividendo, algo que no le pasa al índice, que solo indica la variación por precio. Para paliar esta diferencia, se han publicado índices adicionales, menos usados, como el Ibex-35 ajustado por dividendo y el Ibex-35 ajustado por dividendo neto. El primero asume la reinversión del dividendo obtenido (no en la propia acción sino en el índice) y el segundo asume que la reinversión del dividendo se hace por su importe neto, una vez descontados los impuestos que el inversor debe abonar en cada momento. Esta diferencia es la principal razón por la que la mayoría de fondos de inversión usan como referencia el índice con dividendos. Teniendo en cuenta que el rendimiento por dividendo promedio de la bolsa española en los últimos 25 años¹⁴¹, hasta 2013, fue del 3,93%, ligeramente superior al de las bolsas europeas (3,74% el FTSE británico, 3,12% el CAC francés y 2,87% el DAX alemán) y netamente superior a EEUU (2,24%), estos serían los porcentajes adicionales que habría que sumar al rendimiento del índice como se conoce habitualmente para obtener una aproximación al rendimiento total del inversor. Aun teniendo en cuenta esta salvedad, dado que a finales del período (2007) las firmas seleccionadas representaban aproximadamente el 71,7 % de la capitalización del Ibex-

¹⁴⁰ Regulaciones Técnicas para la composición y cálculo de Índices. Sociedad de Bolsas S.A.

¹⁴¹ Morgan Stanley Cap. Int. (2013)

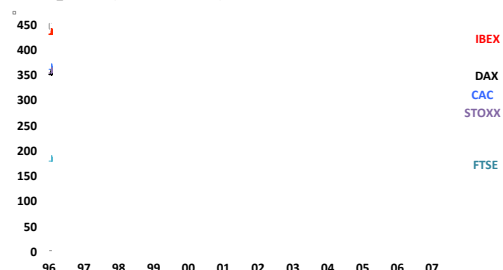
35 (Tabla 6), lógicamente existe una fuerte correlación entre el comportamiento de sus acciones y el del índice. Desde ese punto de vista, cualquier comparación de éste con sus homólogos europeos da una primera idea del *performance* de las firmas internacionalizadas frente al de sus competidores.

Tabla 6, Capitalización Firms Internacionalizadas vs. Ibex-35 (2007)

Firma	M €	Firma	M €
1 Telefónica	106.067	9 ACS	14.344
2 Santander	92.501	10 B. Popular	12.220
3 BBVA	62.816	11 Abertis	14.071
4 Iberdrola	51.934	12 Ferrovial	8.205
5 Endesa	38.485	18 FCC	6.711
6 Repsol	29.764	Total IBEX35	617.362
7 Gas Natural	31.993	Total 10 firmas	442.547
8 Inditex	26.192	10 firmas(%Ibex)	71,7%

Fuente: CNMV Informe Anual

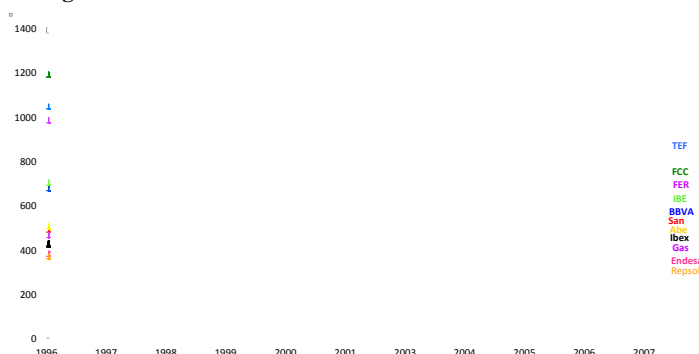
Figura 9. Evolución de los principales índices europeos (1996-2007)



Fuente: Datastream

Pues bien, durante los doce años que abarca el período de estudio, el Ibex se revalorizó un 318%, frente al 258% del DAX-30 alemán, el 200% del CAC-40 francés, el 192% del Eurostoxx-50 y el 75% del FTSE-100 británico (Figura 9). En términos anualizados, el rendimiento promedio anual del índice español fue del 12,7%, frente a un 11,2% del DAX, un 9,6% del CAC francés, un 9,3% del Eurostoxx-50 y un 4,8% del FTSE. Por tanto, como bien puede observarse, existe un diferencial de rendimiento entre el índice español y los del resto de mercados europeos que demuestra el mejor comportamiento bursátil de las firmas seleccionadas respecto a sus competidores del continente. En términos generales puede afirmarse que éste fue un período de alta rentabilidad bursátil en todo el mundo, únicamente interrumpido por los sucesos bélicos que siguieron a los atentados de Nueva York y que coincidieron con el estallido de la burbuja tecnológica generada a finales de los años 90. A pesar de que durante ese lapso concurren circunstancias adversas para las firmas españolas internacionalizadas, particularmente la crisis argentina de 2001-2002, el impacto que éstas tuvieron sobre sus cotizaciones no fue significativamente mayor que el que la crisis internacional de esos dos años tuvo en sus homólogos europeos con caídas similares. Una vez emparejados de nuevo los índices en 2003, es a partir de ahí donde la bolsa española despegue espectacularmente, desacoplándose de las europeas, hasta alcanzar un máximo de 15.890 puntos en noviembre de 2007, casi tres veces su nivel de tan solo cuatro años atrás (5.452 en marzo de 2003). Por consiguiente es en este período donde el mercado español toma ventaja sobre el resto, consolidándose el Ibex como el más rentable de los grandes índices de la región durante el período. Dentro de él, el comportamiento de las firmas internacionalizadas fue similar al del índice con dividendos, destacando los rendimientos de las acciones de Telefónica (19,5% anual) e Iberdrola (16,5% anual), con los dos grandes bancos mostrando porcentajes de rentabilidad similares al índice. En conjunto, las diez firmas objeto del estudio (once con Unión Fenosa hasta su fusión con Gas Natural en 2009), tuvieron un rendimiento total del 477% frente al 474% del Ibex con dividendos en el conjunto de los doce años (1996-2007). Esto significa que en términos anualizados su rendimiento fue del 15,7%, prácticamente igual al del índice, cuyo rendimiento sin dividendos fue del 12,7%. Por consiguiente, las grandes firmas internacionalizadas tuvieron un comportamiento prácticamente igual al del índice, que a su vez fue el mejor de entre los grandes mercados europeos, por lo que en general podría concluirse que durante el período el precio de sus acciones se revalorizó respecto a sus competidores europeos.

Figura 10. Cotizaciones Bursátiles. Firmas Internacionalizas *



Fuente: Datastream. (*) Ferrovial. Datos desde 1999.

No puede afirmarse lo mismo en lo que respecta a sus competidores locales, puesto que muchos de ellos también formaban parte del Ibex-35 (bancos medianos, constructoras y eléctricas), por tanto con un rendimiento promedio similar. En cuanto a las firmas de menor tamaño, éstas tuvieron un mayor

rendimiento que las grandes durante el período, dado que el

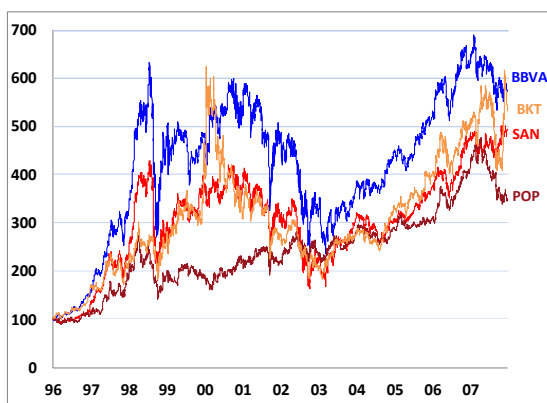
Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) se revalorizó un 14,6% sin dividendos y un 18,4% con dividendos, lo que compara con los ya citados rendimientos del Ibex de un 12,7% y 15,7% respectivamente. Es decir, su rendimiento anual fue entre un 2,1% y un 2,7% superior al del Ibex durante el mismo período, lo cual corrobora la hipótesis de al menos paridad de rendimientos con las firmas internacionalizadas.

4.2. Análisis Sectorial

4.2.1. Banca

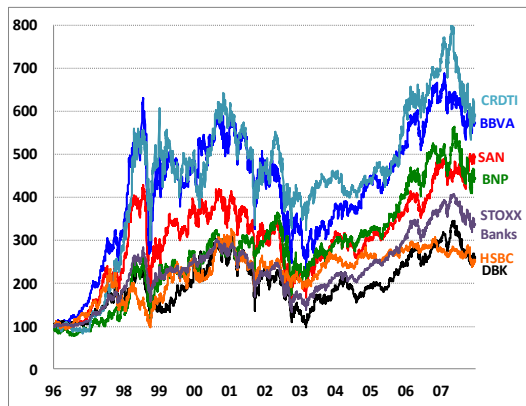
Durante el período, el margen ordinario de los dos grandes bancos españoles se multiplicó por más de 5 y su resultado neto por 17 en el caso del Santander y por 7 en el de BBVA, una gran parte atribuible a su expansión internacional. Así, las operaciones en el exterior del banco cántabro pasaron de representar un 12% de los ingresos (margen ordinario) en 1995 a suponer el 60,2% en 2007, mientras que en BBVA pasaron del 13% al 53% del total. Por tanto su implantación en el exterior tuvo que ver en el fuerte incremento del resultado. Mientras en el caso de Santander los mayores contribuyentes al mismo eran Brasil y Reino Unido, en BBVA las mayores aportaciones provenían de México y en menor medida de otros países de Latinoamérica. Esta favorable evolución del negocio exterior se vio reflejada en el comportamiento de las acciones de ambos, que fue superior a la de la mayoría de sus competidores europeos (Figuras 11 y 12).

Fig. 11. Bancos Españoles. Precio de la acción



Fuente: Datastream

Fig.12 Bancos Europeos. Precio de la acción

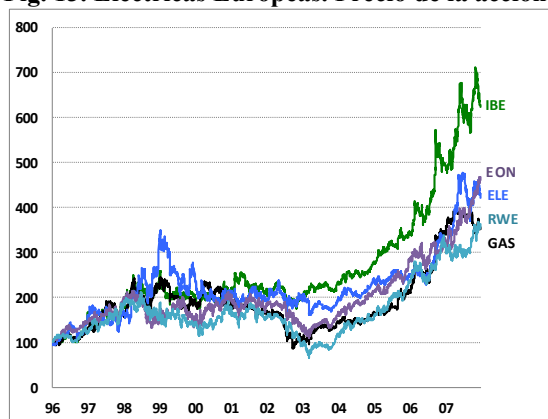


Fuente: Datastream

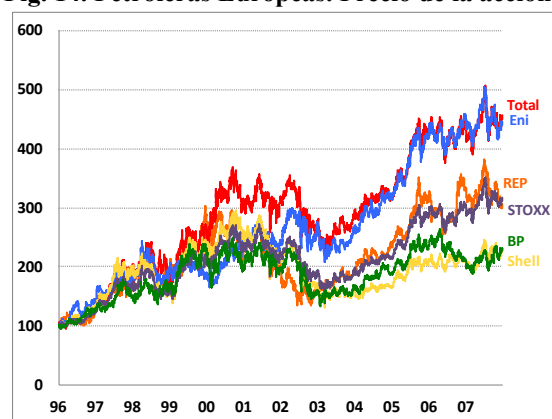
Respecto a los bancos nacionales, mientras las acciones de BBVA ajustadas por dividendo se revalorizaron 14,2% anual y las de Santander lo hicieron en un 15,7%, las de Banco Popular subieron un 11,0% y las de Bnkinter 14,9%, por lo que su comportamiento fue superior al del primero y similar al del segundo. Observando la evolución de los precios puede observarse como tras un primer avance durante la bursátil de finales de la década de los 90 y el posterior descenso debido a la crisis argentina y el ambiente bélico del período 2002-03, el verdadero despegue se produjo entre los años 2004-2007, sobre todo en el caso de BBVA. Éste se distanció de la acción de Santander, en parte por el diferente performance de sus operaciones en Latinoamérica (México frente a Brasil) y las adquisiciones de este último en Europa, sobre todo Abbey National en 2005, que no fueron tan bienvenidas por los mercados al considerar que al ser pagadas con títulos diluían a los accionistas. Un balance similar puede hacerse frente a los principales bancos europeos, que si bien se revalorizaron durante el período no lo hicieron de la misma forma que los españoles, sobre todo BBVA. Así la ganancia anual media de Deutsche Bank fue del 8,4%, la de BNP del 13,2% y la de HSBC del 8,0%. Solo los bancos italianos registraron un rendimiento ligeramente superior (16,0% Unicredito y 15,7% Intesa), mientras que el Eurotox Bancos quedo significativamente por debajo (10,7%). Por consiguiente, con los matices apuntados, puede concluirse que el rendimiento de los bancos internacionalizados fue superior a la de la mayoría de sus competidores nacionales y extranjeros durante el período 1996-2007.

4.2.2. Energía

La internacionalización de las empresas eléctricas se produjo con posterioridad a la de los bancos, de forma que hasta 1999 los ingresos de estas firmas en el exterior eran prácticamente insignificantes. Su rápida internacionalización hizo que en menos de diez años, sus ingresos fuera de España representaran el 52% del total en el caso de Endesa, el 47% en el de Iberdrola y casi un 30% en el de Gas Natural Fenosa (asumiendo la unión de ambas operaciones, que se produjo posteriormente). Gracias en gran parte a este impulso exterior, los ingresos de estas firmas se cuadruplicaron en el período de estudio. En cuanto a la comparación bursátil ésta es limitada puesto que algunos de sus competidores europeos, como EDF fueron privatizados con posterioridad a 1996, si bien es posible hacerlo con las dos principales energéticas alemanas E-On y RWE. En este sentido, el comportamiento de las españolas fue muy similar al de estas últimas durante todo el período, con un fuerte bache para Endesa en 2003, consecuencia de la crisis argentina y la energética en Chile. A partir de esa fecha se produce una fuerte subida, liderada por Iberdrola que se distancia del resto (Figura 13), atribuible a diversos factores, entre ellos su apuesta por las energías renovables tanto dentro y fuera de España, y que visto en perspectiva, puede afirmarse que experimentaron una burbuja entre 2005-2007. Por consiguiente, no parece que la internacionalización fuera en este caso un elemento diferenciador en el comportamiento de la acción de las eléctricas.

Fig. 13. Eléctricas Europeas. Precio de la acción

Fuente: Datastream

Fig. 14. Petroleras Europeas. Precio de la acción

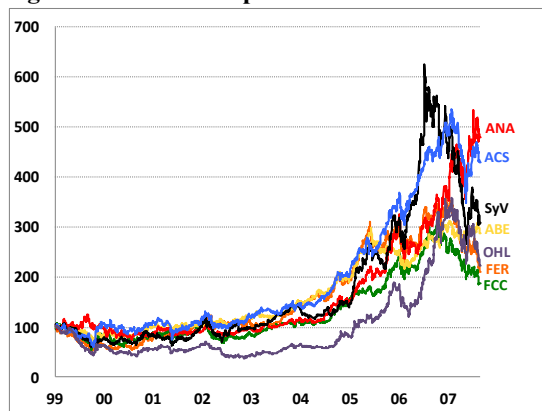
Fuente: Datastream

En el caso de Repsol, el performance de sus títulos fue similar al índice Eurostoxx Oil, inferior a Total y Eni y superior a BP y Shell, las cuatro mayores petroleras europeas. Dado que la cotización de estas firmas en general tiene una estrecha relación con los precios del crudo, y que estos experimentaron un fuerte repunte, doblándose prácticamente entre 2005 y 2007, los picos bursátiles de este último período serían sobre todo atribuibles a ese hecho. En cuanto a Repsol, su fuerte inversión en YPF solo se vio compensada durante los dos años inmediatamente siguientes, mientras que la propia crisis argentina afectó de lleno a la misma produciendo en la matriz pérdidas significativas que hicieron que la acción de Repsol fuera la peor del sector durante 2001 y 2002. Tras una súbita recuperación posterior, de nuevo a partir de 2004 las operaciones de la argentina comenzaron a languidecer, de forma que durante la última parte del período sus operaciones nunca llegaron a suponer más del 30% de los ingresos ni más del 40% del Ebitda del total del grupo, algo que contrastaba con el precio de la adquisición superior a la capitalización de la propia Repsol en aquella época.

4.2.3. Construcción

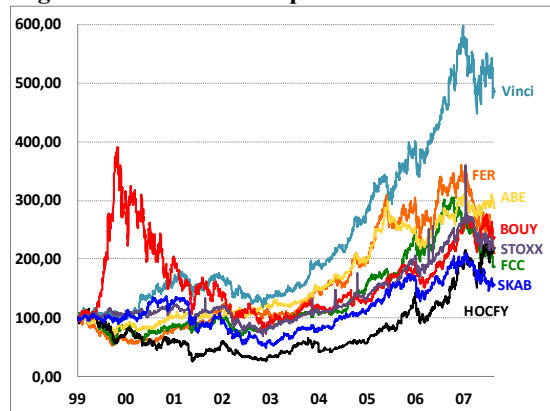
De las firmas del sector, Ferrovial fue con diferencia la más activa en cuanto a compras en el exterior, frente a FCC y Abertis, con un número inferior de adquisiciones y de menor tamaño, y la evolución de su acción vino condicionada por la adquisición apalancada de BAA en 2005. A la positiva reacción de los mercados ante la compra debida al mayor equilibrio geográfico de ingresos y menor dependencia de la construcción que suponía, le siguió un período de incertidumbre como consecuencia tanto de la abultada deuda en el balance de BAA como por las restrictivas condiciones del regulador británico, que exigía la desinversión en aeropuertos como Gatwick y Stansted, dos de los de mayor valor de toda la cartera. Dicha reacción hizo que durante 2007 la acción de Ferrovial perdiera más del 60% de su valor, lo que impactó negativamente en el *performance* del conjunto del período convirtiéndola junto a FCC en la de peor comportamiento, a gran distancia de otras firmas, sobre todo las que apostaron por las energías, sobre todo las limpias, como Acciona o ACS. Algo similar a lo ocurrido con Ferrovial le sucedió a FCC a raíz de su rápida expansión internacional entre 2005 y 2007, y tras una fulgurante subida, su acción fue penalizada en 2007 debido a la fuerte deuda contraída y a las menores perspectivas del mercado interior.

Fig. 15 Construct. Españolas. Precio de la acción



Fuente: Datastream

Fig. 16. Construct. Europeas. Precio de la acción



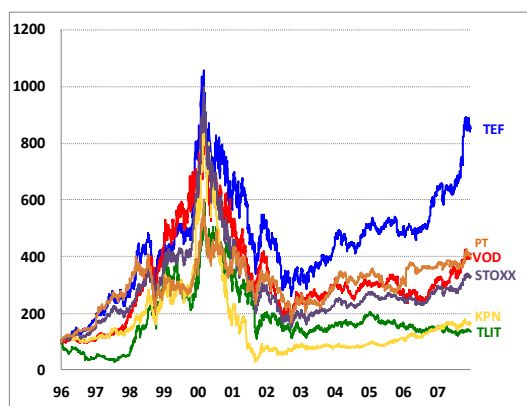
Fuente: Datastream

No fue tan desfavorable la comparativa con sus competidores europeos, debido al fuerte desarrollo español en infraestructuras durante el período y que diferenció a las firmas locales de sus homólogos del Continente de forma que en general las tres estudiadas (Ferrovial, FCC y Abertis) tuvieron un *performance* ligeramente superior al índice Eurostoxx de construcción y quedaron por encima de constructoras reconocidas como la sueca Skanska (la mayor del mundo) o la alemana Hochtief, posteriormente adquirida por la española ACS.

4.2.4. Telecomunicaciones

Durante el período Telefónica pasó de ser una compañía participada por el Estado,

Fig. 17. Telecom europeas. Precio de la acción



Fuente: Datastream

aunque de forma minoritaria, a convertirse en la primera multinacional española no financiera por cifra de ingresos y beneficios. A lo largo de estos doce años quintuplicó su tamaño y su beneficio que pasó de los 801 M € de 1995 a los 8.906 M € en 2007. Dicho crecimiento no hubiera posible sin su expansión internacional, cuyas operaciones a finales del período ya suponían un 61,2% del total frente a tan solo el 16,1% al inicio. Si bien sus competidores internacionales también llevaron a cabo importantes adquisiciones internacionales, el caso de

Telefónica, sin embargo no lo hicieron con similar rapidez a como lo hizo la española, ni salvo el caso de Vodafone, su actividad exterior llegó a ser superior a su cifra de ingresos doméstica (Figura 17). Todo lo anterior hizo que el rendimiento del precio de la acción de Telefónica fuera netamente superior al de sus competidores directos durante todo el período, incluida la crisis argentina, dado que también sus cotizaciones fueron castigadas por las licencias 3G en Europa, que acabaron en fiasco para el conjunto del sector. Frente a la debilidad de sus competidores a partir de 2003, afectados por el bajo crecimiento de las economías de Francia y Alemania, las acciones de Telefónica tomaron un rumbo claramente alcista y más tras la adquisición de O2 en

el Reino Unido, pasando de un precio por acción de 12,71 € en 2005 a otro de 22,22 € a cierre de 2007, prácticamente el doble. Considerando la revalorización de su acción durante el último período y su relación con el incremento de resultados de la compañía, en su inmensa mayoría procedente de sus operaciones internacionales, en este caso sí podrían relacionarse ambos.

4.3. Impacto de la internacionalización en la revalorización bursátil

¿Qué papel tuvo la internacionalización previa en la revalorización bursátil del período? Para responder a esta pregunta habría que buscar en primer lugar los parámetros (*drivers*) que indujeron a estas valoraciones a finales del período y una vez determinados, ver de qué forma influyeron en ellos las operaciones internacionales de dichas firmas.

Un análisis de la evolución del valor bursátil en comparación con el valor contable, permite apreciar la divergencia de ambos a lo largo del período, de forma que mientras en 1995 cotizaban a un promedio de 1,4 veces valor contable, en 2007 lo hacían a 2,4 veces (figura 21)¹⁴², lo que apunta a que el incremento de capitalización tuvo que ver más con otros parámetros, como el beneficio o las expectativas del mismo, que con la evolución de sus balances. Efectivamente, analizando la relación Capitalización/Resultado Neto (P/E) en 1995 y 2007, se observa que es casi la misma, 11,7 en 1995 frente a 11,9 en 2007, y muy similar a lo que las estadísticas muestran para el conjunto del índice en ambos periodos. Por consiguiente, si bien el P/E fue cambiando a lo largo del tiempo incrementándose lógicamente en la burbuja 1999-2000, sin embargo a finales del período se ajustó a un múltiplo similar al del comienzo de forma que cualquier posible sobrevaloración vendría dada por los resultados record reportados o por las expectativas de crecimiento.

Tabla. 7. Capitalización/Valor Contable

Compañías	Capitaliz/V. Contable	Capitaliz/V. Contable
	1995	2007
Telefónica	X 1,0	X 5,3
Santander	X 1,0	X 1,8
BBVA	X 1,3	X 2,2
Repsol	X 1,8	X 1,6
Iberdrola	X 1,1	X 2,0
Endesa	X 2,0	X 2,5
Gas Natural	X 1,9	X 2,6
Abertis	X 2,1	X 3,6
Ferrovial	X 2,2	X 1,2
FCC	X 1,3	X 2,5
TOTAL	X 1,4	X 2,4

Tabla 8. VAOC Firmas seleccionadas (2007)

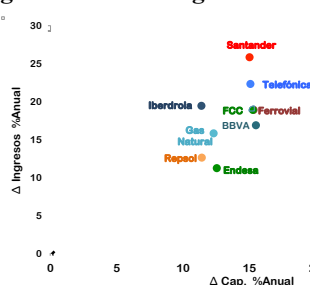
	Ke	BPA	Precio 2007	VAOC
Telefónica	7,80%	1,87	22,22	-1,75
Santander	8,70%	1,33	14,79	-0,5
BBVA	8,40%	1,63	16,76	-2,64
Repsol	8,10%	2,61	24,38	-7,84
Iberdrola	7,85%	0,53	10,4	3,61
Endesa	7,20%	2,53	28,16	-6,98
Fenosa	7,80%	1,08	46,19	32,34

En cuanto a estas últimas, un análisis para saber cuánto de esta capitalización estaba basada en el valor intrínseco debido a los beneficios y cuánto en el Valor Actual de las Oportunidades de Crecimiento (VAOC) según el modelo de Kester (1984), Brealey y Myers (1981), descubre que en 2007 la mayor parte del precio de las acciones de estas empresas, por no decir su totalidad, se encontraba basado en su valor intrínseco y prácticamente nada en sus expectativas de crecimiento. Efectivamente, tomando el coste

¹⁴² El promedio Precio/Valor Contable de la Bolsa de Madrid (1989-2013) fue de 1,40. Morgan Stanley Cap. Diciembre 2013.

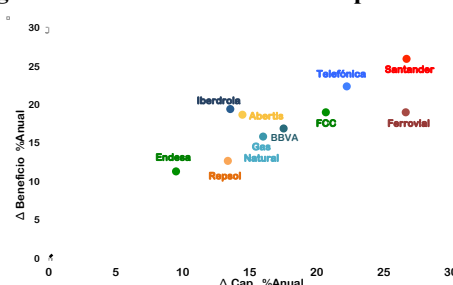
de capital (K_e) para cada una de las acciones de los estudios del profesor Fernández¹⁴³, se evidencia como prácticamente todo el precio de la mayoría de firmas seleccionadas se corresponde a su valor intrínseco, arrojando valores negativos para los VAOCs de las mayores firmas seleccionadas, con excepción de Unión Fenosa, objeto de especulación en esa época acerca de su posible toma por parte de otros competidores. Por tanto, observada la divergencia con el valor contable y descartado un sobredimensionamiento de expectativas por parte del mercado, puede afirmarse que las valoraciones de 2007 estaban claramente relacionadas con los resultados reportados por las empresas en ese mismo período. Analizando la evolución de estos frente a la capitalización a lo largo del tiempo, (1995-2007) puede observarse que existe correlación tanto con el incremento de ingresos como, sobre todo, con los resultados reportados, de forma que mientras el promedio de ingresos durante el período aumentó un 13,5% anual, el beneficio lo hizo un 18,0%, prácticamente igual que la capitalización (18,2%), cuyo crecimiento fue algo superior a la del Ibex-35 (16,4%). Por tanto si bien los tres lógicamente están relacionados, esta interdependencia parece mayor respecto a la variación de beneficio que a la de ingresos. (Figuras 18 y 19). Por consiguiente puede concluirse que la valoración de estas firmas estuvo directamente relacionada con la evolución de sus beneficios y que a finales del período ésta se correspondía directamente con el resultado reportado por dichas firmas.

Fig. 18. Δ Anual Ingresos vs Δ Capitalización



Fuente: Informes anuales, Datastream y elaboración propia.

Fig 19. Δ Anual Beneficio vs Δ Capitalización



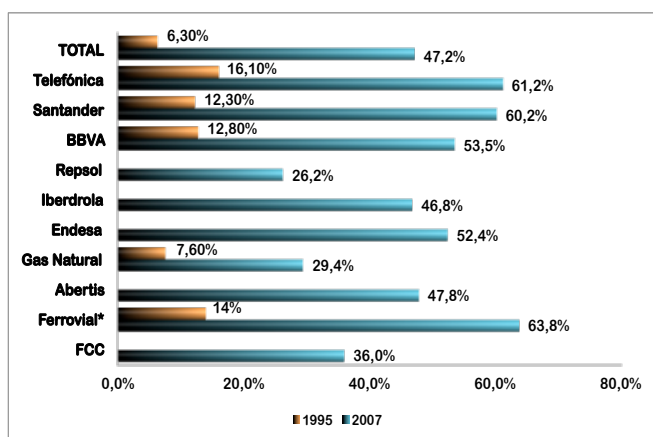
Fuente: Informes anuales, Datastream y elaboración propia.

Una vez llegados a esta conclusión habría que determinar qué parte de este resultado provenía de las operaciones internacionales y cuál fue su evolución a lo largo del tiempo. Pues bien, dentro de las limitaciones en cuanto al detalle del reporte segmentado por parte de estas firmas a las que se aludirá en el capítulo 9, puede afirmarse que en 2007 el 47% de los ingresos y aproximadamente el 41% de su resultado provenían del exterior. Teniendo en cuenta que a principios del período solo un 6-7% de los ingresos de estas firmas procedían de fuera, corrobora la idea de que prácticamente todo el valor de su negocio internacional se construyó en el período 1996-2007 a través de adquisiciones. Esto trasladado directamente al valor de estas firmas implicaría que entre un 40% y un 50% de su capitalización a finales del período, provendría de su negocio internacional. Por consiguiente puede afirmarse sin lugar a dudas que el proceso contribuyó a incrementar el valor de las firmas y la del índice en su conjunto, de forma que entre un 30% y un 35% de la capitalización del Ibex en 2007 provendría de las adquisiciones internacionales realizadas en los doce años anteriores.

¹⁴³ Fernández P. (2006, 2007 y 2008) Creación de Valor y Rentabilidad de Telefónica, Santander, BBVA, Repsol, Iberrola, Endesa y Fenosa. IESE. Documentos de Investigación.

Ahora bien, un incremento de capitalización no siempre es sinónimo de rentabilidad, puesto que ésta depende del monto de la inversión realizada y de otras aportaciones en posibles ampliaciones de capital relacionadas con las adquisiciones.

Figura 20. % de Ingresos Internacionales (1995 vs 2007)



Independientemente del análisis detallado que se realiza en el capítulo 9 para determinar con mayor precisión la rentabilidad de la inversión internacional de estas firmas, puede realizarse aquí una primera aproximación, observando la evolución del incremento de capitalización en relación al incremento de beneficio, dada la fuerte correlación observada entre ambos. Bastaría desglosar los

resultados por su procedencia, nacional o internacional, para tener una primera aproximación sobre cuál de ellas influyó más en la revalorización de estas empresas.

Pues bien, durante el período, los ingresos en España de las firmas analizadas crecieron un 8,4% mientras que el resultado neto lo hizo en aproximadamente un 13,8%, una diferencia que se explica por la mayor rentabilidad del mercado doméstico en el ciclo alcista y la menor rentabilidad relativa de las firmas adquiridas en el exterior cuyos márgenes en muchos casos eran inferiores a los de las empresas españolas. Asumiendo el mismo ratio P/E, lleva a la conclusión de que, de no haber mediado expansión internacional, el incremento anual de capitalización hubiera sido del 13,8% frente al 18,2% que fue el incremento total. Esto significa que aproximadamente tres cuartas partes del aumento de capitalización vendrían explicados por el mercado interior y solamente una cuarta parte por la expansión internacional. En términos de precio ajustado de las acciones, el incremento medio ponderado anual del precio ajustado de las diez firmas seleccionadas fue del 15,7%, igual al del Ibex con dividendos. La diferencia entre el 18,2% de incremento de capitalización y este 15,7% en incremento de precio viene explicado por el mayor número de acciones en circulación, cuyo aumento en buena parte fue debido a ampliaciones de capital para la adquisición de estas firmas, como fueron los casos entre otros de Repsol en 1999, Telefónica (operación Verónica en 2000), BBVA (Bancomer), Santander en 2004 e Iberdrola en 2007. Por consiguiente, ambos factores, la similitud de rendimiento con sus competidores locales y el incremento de su resultado neto en el mercado interior, que, aunque algo inferior, se muestra alineado con su incremento de capitalización, permiten afirmar que una mayor parte de la revalorización experimentada por las firmas internacionalizadas durante el período debe ser atribuida a los resultados record de sus operaciones en España.

5. Conclusiones

- La internacionalización de las grandes firmas españolas durante el período analizado las hizo ganar dimensión, de forma que mientras en 1996 solo había cuatro entre las 500 mayores del mundo por ingresos, en 2007 dicho número se había incrementado hasta once, siendo España el cuarto país europeo por delante de Italia en cuanto a número de empresas en dicho ranking.
- La expansión exterior no fue indiscriminada, sino que las firmas buscaron el liderazgo en los mercados de destino. Especialmente relevante fue su posicionamiento en América Latina, donde las compañías españolas se encontraban entre las primeras de sectores clave como la energía, la banca y las telecomunicaciones.
- El hecho de que una buena parte de la expansión fuera en países emergentes de una misma región, con economías conectadas entre sí, redujo el efecto de diversificación geográfica del riesgo, que fue compensado con la posterior expansión a Europa y en menor medida a Estados Unidos.
- El impacto de la internacionalización en la capitalización y la evolución del precio de las acciones de las grandes empresas españolas y del Ibex en su conjunto vino derivado del incremento de tamaño y no tanto de la rentabilidad.
 - Durante el período, el índice Ibex-35, compuesto en su mayoría (71,7%) por estas firmas, se revalorizó más que sus homólogos de la zona Euro y significativamente más que el FTSE o el S&P-500.
 - Dentro de la Bolsa española, sin embargo no se aprecia una diferencia importante entre la evolución de estas firmas y el índice, donde cotizaban la mayoría de sus competidores, ni tampoco con el resto de firmas de tamaño inferior, teniendo en cuenta que el IGBM obtuvo mayor rentabilidad que el Ibex en el período. El análisis sectorial confirma que en conjunto el rendimiento de estas firmas fue superior al de sus competidores europeos, sin que pueda afirmarse lo mismo respecto a sus competidores locales.
 - Este mayor rendimiento respecto a sus homólogos europeos vendría explicado en su mayor parte por la fortaleza del mercado interior y el incremento de ingresos y márgenes del mismo, y bastante menos por la expansión internacional, dado que además las firmas adquiridas tenían márgenes inferiores a las españolas.
- Como conclusión final puede afirmarse que el proceso de internacionalización a través de adquisiciones dotó a las firmas españolas de una masa crítica de la que carecían, convirtiéndolas en líderes en algunos de los países destinatarios de la inversión, aliviando su exposición al ciclo de la economía española y diversificando su riesgo. Sin embargo, el proceso no parece que tuviera impacto en el rendimiento bursátil, que se explicaría en su mayor parte por el crecimiento de las operaciones y beneficios en el mercado interior.

Bibliografía

Astaner, Xavier & GENC, Mehmet, (2004) "Country Institutional Differences and Multinational Advantage in Banking," Les Cahiers de Recherche 792, HEC Paris.

Becker, T. H. and J.L. Porter, (1983) " Small business plus export trading companies: new formula for export success?," *Small Business Management*, vol. 21, (October, 1983),

Balasubramanya, V.N., Salisu, M. And Sapsford, D., (1996) "Foreign direct investment and growth in EP and IS countries", *The Economic Journal*, Vol, 106, No 1, pp.92-105.

Beattie, Alan (Enero 18, 2010) "Changing faces of power: stars shine bright but fail to transform the world" *Financial Times*.

Beattie, Alan (2010) "Going head to head" *Financial Times*. Octubre 7, 2010.

Borensztein, E., De Gregorio, J. & Lee W. (1998), "How does foreign direct investment affects economic growth?" *Journal of International Economics*, Vol.45, No 1, pp.115-135

Chkir, I. E., and Cosset, J. (2001), Diversification strategy and capital structure of multinational corporations. *Journal of Multinational Financial Management*.

Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal corporate Finance* , 209-233. [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)

Durán JJ (2002). *Multinacionales Españolas I y II. Multinacionales Españolas en Iberoamérica*. Editorial Pirámide.

Durán y Lamothe P. (1991) El proceso de internacionalización de la banca española. *ICE Revista de Economía*. Nº 692 (Pags. 107-204)

Erramilli, M. Krishna. 1996. Nationality and Aubsidiary Ownership Patterns in Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 27(2): 225-48.

Garland, Gonzalo (2008) Brasil consolida el crecimiento de los países BRIC. *Boletín Económico IE Bussines School*, Julio/Agosto 2008.

Geoferey Jones. (2005) "Multinationals as Engines of Growth?", *Harvard Business School*

Giráldez Pidal, Elena (2002), *La internacionalización de las empresas españolas en América Latina*, Madrid, CES.

Gómez Abajo, Carlos (Diciembre 31, 2009) Los emergentes sortean la crisis solidez) *Cinco Días*.

Grubel, H.G., 1968. Internationally diversified portfolios. *American Economic Review*. 58, 1299-1314.

Gutiérrez de Rosas Ruiz, Luis, 2006 “La posición relativa de la banca española en el contexto europeo”, Banco de España, Revista de Estabilidad Financiera No 10. Mayo 2006.

Guillén Mauro, F. (2005). El Auge de la Empresa Multinacional Española. Marcial Pons, Madrid.

Hamel, Gary (2000) Leading the Revolution. Making Strategic Innovation and Growth a Core Competency in Your Organization.

Harry P. Bowen & Margarethe Wiersema, (2009) "International and Product Diversification: Their Interrelationship and Impact on Firm Performance," Discussion Paper Series 2009-04, McColl School of Business, Queens University of Charlotte.

Ignacio Bernard et al, (2007) Improving operations and IT in Latin America's banks", The McKinsey Quarterly. Mayo 2007.

Kester, W.C. 1984. Today's Options for Tomorrow's Growth. *Harvard Business Review* March/April: 153-160

Levitt, T.(1983), “The Globalization of Markets,” *Harvard Business Review*, May-June 1983,

Mascareñas, Juan (2011). Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas (5ª edición). Capítulo 8.

Moreno, Luis A. (2007) “Extending financial services to Latin America's poor”, The McKinsey Quarterly.

Mugler J, Miesenbock J (1986). Determinants of increasing export involvement of small firms. Int. Council Small Bus. World Conference.

Navaretti, Giorgio Barba y Castellani, Davide, Disdier, Anne-Célia (2006) How Does Investing in Cheap Labour Countries Affect performance at Home? France and Italy, Centro Studi Luca D'Agliano Development Studies, Working Paper 215.

Nigel Driffield & Jun Du & Sourafel Girma, (2008) "Optimal geographic diversification and firm performance: evidence from the U.K ,

Pérez María, Jesus, (2007) “Las empresas españolas se hacen grandes en el exterior” ABC. Marzo 11, 2007

Rugman, A.M. (1976) ‘Risk Reduction by International Diversification’, *Journal of International Business Studies*, 7(2):85-80.

Santiso, Javier (2007) La transformación empresarial de España. Revista de Política Exterior nº 115 Enero/Febrero 2007.

Sawaya, J, Alexnadre. (2007) "Financing Latin America's low – income consumers", The McKinsey Quarterly.

Tobin, J. (1958) "Liquidity Preference as Behavior Towards Risk," Review of Economic Studies, February, 25,65-86.

Vegas, Patricia y López, Maite (2008) "Las empresas españolas se aferran a que Latinoamérica no caerá en recesión" El economista. Noviembre 20, 2008.

Wheatley, Jonathan, (Septiembre 3, 2007) "A Real Problem? How Brazil Risks becoming a Victim of its Own Success" Financial Times.

Wolf, Martin (Octubre 10, 2007) "Big challenges lie ahead for the emerging economies" Financial Times.

Wheatley, Jonathan (Septiembre 24, 2010) "Brazil's philosopher King" Financial Times.

Willman, John (Enero 24, 2007) "Break point? Why British tolerance of foreign ownership is in question" Financial Times.

Walid Hejazi & Eric Santor, (2005) "Degree of Internationalization and Performance: An Analysis of Canadian Banks,

9 - Creación de valor económico para los accionistas de las firmas internacionalizadas a través de adquisiciones.

1. Creación de valor para el accionista en adquisiciones internacionales. Antecedentes en la literatura académica.

En el primer capítulo se plasmó un extracto de los principales estudios académicos sobre creación de valor en los procesos de M&A y más concretamente sobre aquellos referidos a adquisiciones transnacionales. Como resumen, puede afirmarse que, en general, está extendido el concepto de que estas operaciones generan valor para los accionistas de la firma adquirida, pero no así para los de la adquiriente, cuyas acciones tenderían a bajar tras el anuncio de la operación de compra. A esta conclusión llegan numerosos análisis sobre generación de valor, independientemente del período, localización geográfica o industria analizados, y tanto a corto como a largo plazo. En 2000, Mulherin y Boone realizaron un resumen de las teorías a favor y en contra de la creación de valor en los procesos de M&A, agrupándolas en dos amplios grupos de modelos, que denominaron sinérgicos y no sinérgicos. Mientras los primeros sostienen que ambas, adquisiciones y ventas de empresas, crean valor para el accionista en función de las “sinergias” creadas; los no sinérgicos, por el contrario, vienen a concluir que existe una relación inversa entre la creación de valor generada por las adquisiciones y la ocasionada por la venta de empresas. Así, la venta de una firma o de partes de la misma crearía valor debido fundamentalmente a la focalización en el núcleo del negocio que la desinversión conlleva, puesto que lógicamente se segregan aquellas áreas de negocio más periféricas; mientras que, por el contrario, las adquisiciones recortarían valor al reducir la focalización, protegiendo de esta forma a sus directivos de las fuerzas del mercado. Esta relación directa entre los procesos de M&A y el interés de los directivos o su arrogancia (*hubris*) es recurrente (Jensen, 1986, Roll 1986, Shleifer and Vishny, 1989), y viene a culparles de la expansión de la empresa a cualquier precio en aras de su propio interés. En esta misma línea, DeYoung et al (2008), en un análisis de la literatura académica posterior a 2000 referente a fusiones bancarias, encontraron una robusta relación entre la compensación de los ejecutivos y el incremento de la actividad compradora de otras entidades, así como en su interés por construir entidades sistémicas, demasiado grandes para caer, de forma que la mayor dimensión actuara de escudo protector frente a las posibles turbulencias de los mercados. El estudio refleja también una creciente relación entre las fusiones bancarias y el endurecimiento de las condiciones para depositantes, prestatarios y otros asociados (*stakeholders*) incluidos los accionistas de las entidades fusionadas. Finalmente, centrándose en Europa, uno de los últimos análisis, el llevado a cabo por KPMG (2003), concluía que solo el 31% de las transacciones anunciadas en el Continente entre 2001 y 2003 había aportado valor para el accionista de la firma compradora mientras que el resto habían sido neutros o habían destruido valor. En el caso concreto de Alemania, el 60% de las operaciones de adquisición en el período 2001-2002 habrían destruido valor para el accionista al año de haberse producido¹⁴⁴.

¹⁴⁴ Llevado a cabo por KPMG en 2003. Ver Fusiones y Adquisiciones en Europa: una asignatura pendiente. Campa (2004)

1.1. El caso de las adquisiciones transnacionales.

En las operaciones transfronterizas, las teorías que afirman que los procesos de M&A crean valor para los accionistas de la firma adquiriente se basan en la hipótesis de que éstas entran en los mercados extranjeros para explotar sus recursos específicos aprovechándose de las imperfecciones de los mismos (Morck and Yeung, 1992; Wilson 1989), o de su falta de regulación, generando excesos de rendimiento de mayor magnitud para los accionistas que en las operaciones nacionales (Campa y Hernando, 2004). En ese sentido se expresan algunos detractores del Consenso de Washington¹⁴⁵, argumentando que las privatizaciones subsiguientes, en su mayoría firmas adjudicadas a inversores extranjeros, supusieron una gran transferencia de valor a estos últimos que aprovecharon un entorno de deficiente competitividad. Rossi y Volpin (2003) sugieren que el éxito de las operaciones de compra internacionales tiene mucho que ver con el régimen legal y de protección del inversor tanto en el país de la empresa adquiriente como en el de la adquirida, y de igual forma, La Porta et al (1997; 2000) encontraron que el grado de protección del accionista está asociado a mercados de valores desarrollados, mayores valoraciones y menores costes de capital. Finalmente, Bris y Cabolis (2004) constataron que las adquisiciones internacionales en países donde no existía una fuerte protección del inversor, creaban valor para los accionistas de la firma adquirida, sin mermar valor para los de la adquiriente. Otro grupo de estudios analiza la cuestión desde el prisma de las similitudes o diferencias culturales entre los países de la firma compradora y de la adquirida. Así, Datta and Puia (1995) reportaron que aquellas compras transnacionales donde existía una diferencia cultural significativa entre los mercados de la adquiriente y la adquirida, dieron como resultado una menor creación de valor para los accionistas de la empresa compradora. Di Giovanni (2005 y Head and Ries (2007) concluyeron que tanto la proximidad cultural como la geográfica eran factores determinantes en las adquisiciones transnacionales; mientras que sin restar importancia a lo anterior, Focarelli and Pozzolo (2005) vieron en las oportunidades de negocio en el país de destino la primera razón de la inversión exterior. Contra esta corriente, Child et al (2001) apuntaron que dada la creciente globalización de los negocios, la nacionalidad de las empresas que intervienen en las operaciones transfronterizas es irrelevante dado que muchas de ellas consideradas nacionales (HP/Compaq o Sanofi/Aventis, por ejemplo) llevan consigo la fusión y posterior gestión de operaciones en muchos países diferentes, y por tanto tienen un gran componente transnacional. Por último, otra gran línea de investigación en las operaciones internacionales de M&A analiza el grado de sinergias alcanzado entre la firma compradora y la adquirida. En este sentido, la investigación de Datta Puia (1995) citada, concluyó que las operaciones que creaban valor internacionalmente eran aquellas de tipo sinérgico, en las que los activos de ambas empresas eran complementarios; mientras que las operaciones que reducían valor para los accionistas eran aquellas basadas en el interés de los directivos o en aquellas en las que se habían cometido errores a la hora de elegir la empresa objetivo. Como resumen, puede concluirse, que si bien las operaciones transnacionales contienen factores específicos, tales como la proximidad cultural o la complementariedad de recursos y sinergias; sin embargo, es cierto que la creciente globalización e internacionalización de las empresas hace que su problemática se asimile cada vez más a la de cualquier proceso de M&A, independientemente de la nacionalidad de los intervinientes.

¹⁴⁵ Stiglitz, Joseph. Globalization and its discontents (2002). Williamson, John. 2002. Did the Washington consensus fail? Institute for International Economics.

1.2. El corto versus el largo plazo

Si bien como se ha visto, en general, la pérdida de valor de la empresa adquiriente en los procesos de M&A es corriente mayoritaria, aún persiste una significativa controversia en la literatura financiera sobre la forma de medirlo, el período de tiempo y la cuantificación del impacto real en la creación o destrucción de valor para el accionista. La mayoría de los análisis de creación de valor se basan en el procedimiento de los “Rendimientos Anómalos Acumulados” *Cumulative Abnormal Returns (CARs)* durante un período ventana que varía habitualmente entre ± 1 a ± 30 días previos o posteriores al anuncio de la adquisición o la venta. Los resultados de estos estudios son de distinto signo, si bien en todos ellos los rendimientos para los accionistas de la empresa adquirida superan con creces a los de la adquiriente. Un resumen de dichos estudios se muestra a continuación en la tabla 1.

Tabla 1. Resultados de estudios sobre medida de Creación de Valor a corto plazo

Año	Autor	Período	Mercado	Nº Operaciones	Periodo Ventana	CAR
1980	Firth	1969-1975	RU	642	[-1,1]	Meses -
1980	Dodd	1970-1977	EEUU	151	[-40,40]	Días -
1989	Franks y Harris	1955-1985	RU	1058	[-4,1]	Meses +
1990	Michel y Lehn	1980-1988	EEUU	232	[-1,1]	Días -
1991	Franks Harris y Titman	1975-1984	EEUU	399	[-5,5]	Días +/-
1991	Lang et al	1968-1986	EEUU	87	[-5,5]	Días +/-
1994	Smith y Kim	1980-1986	EEUU	177	[-1,0]	Días -
1997	Holl y Kyriazus	1979-1989	RU	178	[0,2]	Meses -
1998	Higson y Eliot	1975-1990	RU	1660	[0,3]	Meses +
2000	Walker	1980-1996	EEUU	556	[-2,2]	Días -
2003	Sudarsanam y Mahate	1983-1985	RU	519	[-1,1]	Días -
2004	Gupta y Misra	1980-1998	EEUU	285	[-10,10]	Días -
2004	Song y Walkling	1985-2001	EEUU	5726	[-1,0]	Días +
2004	Campa y Hernando	1998-2000	Unión Europea	262	[-30,30]	Días -
2006	Ben-Amar y Andre	1998-2000	Canadá	238	[-1,1]	Días +

Fuente: Value creation through mergers and acquisitions (Ekholm, D. Y Svensson, P.)

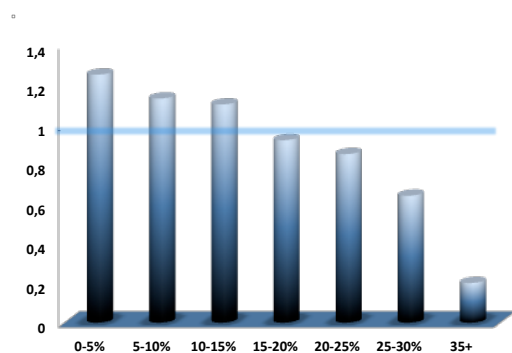
Sin embargo, la medida de la Creación de Valor a largo plazo resulta más compleja y comporta la elección de una metodología concreta: *event-time o calendar-time*, métrica de rendimientos anormales, comparación (*benchmarking*), etc. A pesar del acuerdo generalizado acerca del pobre rendimiento de las firmas adquirientes a largo plazo, los resultados de los diferentes análisis varían significativamente. André et al (2004) en un análisis sobre 267 operaciones corporativas canadienses entre 1980-2000 encontraron que los resultados de las empresas adquirientes en los tres años posteriores a la adquisición fueron inferiores a los de aquellos que no realizaron compras de empresas. Contrariamente, Mitchell and Stafford (2000) analizaron 2,068 transacciones entre 1961 y 1993, y reportaron que en los tres años siguientes a la compra, los rendimientos mensuales respecto a empresas no adquirientes resultaban insignificantes, con rendimientos medios anómalos en torno al -0.04% para las empresas adquirientes usando la metodología de los retornos anómalos, basada en el modelo de tres factores de Fama y French¹⁴⁶. Respecto a las adquisiciones transfronterizas, Kang (1993) mostró que en aquellas llevadas a cabo por empresas japonesas en los Estados Unidos, había beneficios significativos para los inversores de ambas compañías adquiriente y adquirida, mientras que Black et al (2001) encontraron importantes rendimientos

¹⁴⁶ Fama (1998) recomienda la construcción de carteras mensuales para medir los rendimientos medios anómalos en el largo plazo

negativos para los accionistas de las empresas estadounidenses que adquirieron compañías en el extranjero, en un período de tres a cinco años siguientes a dicha adquisición. Finalmente, Gugler et al, (2003) concluyeron que las adquisiciones transnacionales analizadas resultaron en una clara reducción de valor de la firma adquiriente en los cinco años posteriores a la operación de compra.

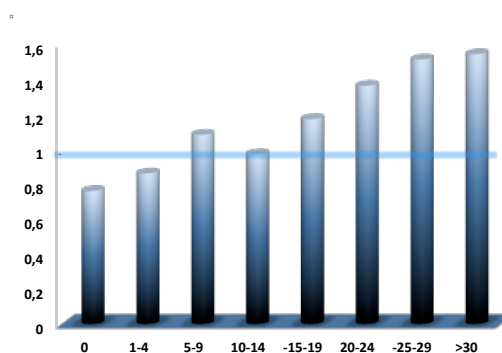
Varios autores han examinado la creación de valor de las adquisiciones utilizando metodologías distintas a la de los rendimientos anómalos, por ejemplo comparando el rendimiento de las adquisiciones transnacionales con el de otro tipo de inversiones (*joint ventures* o inversión directa). Así, Nitsch et al (1996) examinaron el rendimiento de 300 subsidiarias japonesas en Europa y concluyeron que las que se establecieron a través de adquisiciones rendían mucho menos que aquellas formadas usando *joint ventures* o a través de inversión directa. Asimismo, diversas firmas de consultoría han realizado un seguimiento de la creación de valor de estos procesos de adquisición. En 2004, Bain & Company publicó un análisis de 1,693 compañías que habían realizado 11,049 adquisiciones nacionales y transnacionales durante el período 1986-2001¹⁴⁷. Su conclusión fue que las firmas que mayor rendimiento obtenían para sus accionistas eran aquellas que hacían adquisiciones de forma continua, frente a aquellas empresas que sólo lo hacían esporádicamente. Empresas que habían realizado 30 o más operaciones en el período crearon un 50% más de valor para sus accionistas que aquellas que tan habían realizado 5 o menos adquisiciones (Figura 1). De igual forma, el tamaño comparativo entre las firmas adquiriente y adquirida influía en el rendimiento posterior de la adquisición, resultando ser más exitosas aquellas operaciones en las que una firma de grande adquiría otra de bastante menor dimensión (Figura 2). Su conclusión es que tanto la experiencia en operaciones de M&A como la relación de tamaño entre adquiriente y adquirida eran factores decisivos en el éxito de este tipo de operaciones.

Figura 1. Rendimiento vs Tamaño relativo de la firma Adquirida a la adquiriente



Fuente: Bain & Company

Figura 2. Rendimiento vs Núm. Adquisiciones/año



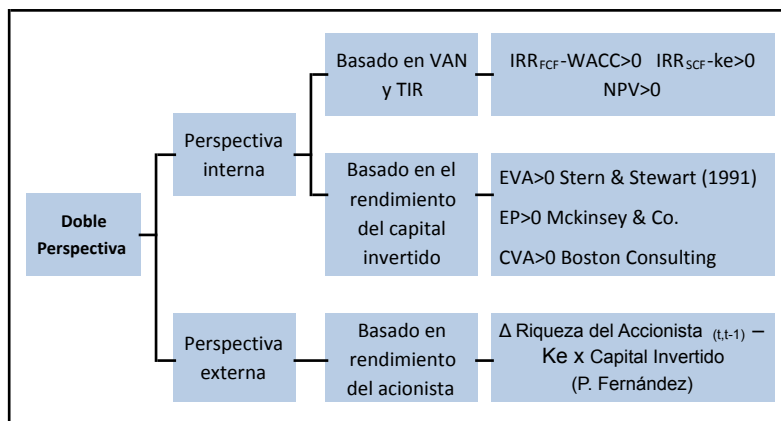
Fuente: Bain & Company

Finalmente, debido al auge de los países emergentes, algunos estudios más recientes analizan el performance de las adquisiciones por parte de las firmas de dichos países en países desarrollados. Así Sathyajit R Gubbi et al (2009), en un estudio sobre 425 adquisiciones de firmas de la India en el extranjero afirma que la creación de valor en estos casos viene dada por la mayor calidad de los recursos que se adquieren en los países desarrollados sobre los existentes en el país de origen, lo que redunda en una mayor complementariedad de los recursos entre adquiriente y adquirida.

¹⁴⁷ A simple M&A model for all seasons. Bain & Company. Strategy and Leadership. 08/01/04

2. Metodologías para medir la creación de valor económico a largo plazo.

Figura 3. La doble perspectiva en la Creación de Valor



Fuente: Milla, A. y Elaboración Propia

y aquellas de medición externa, en las que se calibra es el *performance* del accionista, medido en función de los flujos de caja aportados (precio) y recibidos (dividendos, ganancias de capital y otros) (Figura 3)

2.1. Metodologías de medición interna

La mayoría de las metodologías de medición interna calculan el rendimiento de los recursos aplicados al negocio y lo comparan con su coste. En un proyecto empresarial el rendimiento lo mediría la Tasa Interna de Retorno (TIR) y el coste vendría asociado al Coste Medio Ponderado del Capital (WACC) ajustado al riesgo del proyecto. En ese caso crearían valor aquellos proyectos cuya $TIR > WACC$ y lo destruirían en caso contrario. Si la financiación del proyecto se realizara únicamente con recursos propios, la TIR del accionista se compararía con el K_e o Coste del Capital, una vez más ajustado al riesgo del proyecto. Sobre esta base, se han desarrollado varios parámetros de medida de Creación de Valor, tomando como coste de los recursos empleados en la empresa al propio WACC y como rendimiento de dichos recursos, diferentes parámetros en función del ratio que se trate.

Uno de estos primeros ratios fue el **Economic Value Added**, EVA®, desarrollado y registrado por Stern & Stewart en 1991, “*compara el resultado operativo descontándole el coste de todo el capital empleado en obtener dicho resultado*”¹⁴⁸.

El resultado operativo es el Resultado de Explotación después de Impuestos (NOPAT) mientras que el coste del capital es el producto del Coste Medio Ponderado del Capital (WACC) derivado del modelo de Valoración de Activos (CAPM) (Sharpe W., Lintner, J. and Treynor J.) por el total de Capital Invertido al inicio del período, básicamente Patrimonio Neto y Deuda sujeta a interés. Su fórmula, con todas las correcciones pertinentes, podría resumirse como sigue:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \times \text{Capital Invertido}_{t-1}$$

¹⁴⁸ Stewart (1991) p.2

Dentro del abanico de autores y firmas de consultoría que han diseñado metodologías para la medición de la creación de valor económico para el accionista, pueden diferenciarse aquellas de medición interna, que evalúan el rendimiento de los proyectos y las operaciones frente al coste de los recursos empleados por la empresa,

Por su parte, McKinsey & Co. llamó **Economic Profit** a un ratio similar, “*que medía los dólares de valor económico creado por una compañía en un determinado año*”¹⁴⁹. El diferencial entre el rendimiento sobre el Capital Empleado (ROCE) y el Coste Medio Ponderado del Capital (WACC) constituye la creación de valor como porcentaje, que multiplicada por el total del capital invertido da como resultado el valor total creado para el accionista.

$$\text{Economic Profit}_t = (\text{ROCE}_t - \text{WACC}_t) \times \text{Capital Invertido}_{t-1}$$

Dado que el ROCE es el cociente entre el Resultado de Explotación después de Impuestos (NOPAT) y el Capital Invertido, ambas fórmulas EVA® y Economic Profit, resultan en esencia similares¹⁵⁰.

Por último, Boston Consulting Group desarrolló el concepto de **Cash Value Added** (CVA) un ratio en la misma línea de los anteriores, si bien basado en flujo de caja y ajustado en función de la inflación y la depreciación de los activos¹⁵¹. Se define como el diferencial entre el Rendimiento de los Flujos de Caja menos el Coste Medio del Capital Ponderado multiplicado por la Inversión Bruta.

$$\text{CVA}_t = (\text{CFROI}_t - \text{WACC}_t) \times \text{Inversión Bruta}_{t-1}$$

Fórmula en la que el rendimiento de los flujos de caja sobre el capital invertido (CFROI) se calcula dividiendo estos por el valor de mercado del Capital Invertido.

2.2. Metodologías de medición externa

Para otros autores, ninguno de los parámetros anteriores (EVA®; EP o CVA) y mucho menos los parámetros tradicionales (ROA o ROE) miden verdaderamente la creación de valor para el accionista, por cuanto todos ellos están basados en fórmula aplicadas de una forma u otra sobre valores contables y no de mercado. Así, según ellos, la comparación del Coste del Capital (WACC) con el rendimiento sobre el capital invertido (ROCE o CFROI) no tendría mucho sentido, dado que el primero utiliza como base de cálculo el valor de mercado de la empresa, mientras que el ROIC, ROCE o CFROI lo hacen mayormente en base al valor contable. Y dado que no puede establecerse una relación directa y unívoca entre ambos, no resultaría apropiado referirse al valor contable para medir la rentabilidad de un accionista (que compra y vende a precios de mercado). Según estas teorías, la creación de valor para el accionista se produce de tres formas que nada tienen que ver con el valor contable: (1) la revalorización del precio de la acción en el tiempo, (2) los dividendos percibidos durante el período y (3) los movimientos accionariales (conversión de bonos convertibles, recompra de acciones, etc..) que impacten en la dilución del propio accionista o comporten desembolso de dinero por parte de éste. El profesor Fernández⁹, adalid de esta corriente de medida de la creación de valor, propone la siguiente fórmula:

$$\text{Creación de Valor}_{(t,t-1)} = \Delta \text{Riqueza del Accionista}_{(t,t-1)} - K_e \times \text{Capital Invertido}$$

¹⁴⁹ Copeland et al (1994, pp.155-200)

¹⁵⁰ Holler, (2009) NewMetrics Value Based Management: Enhancement of Performance Measure p.36

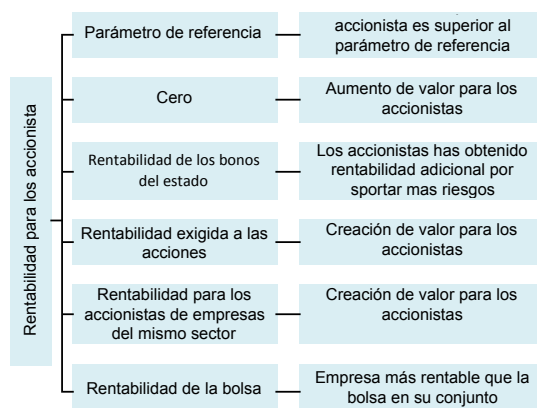
¹⁵¹ Boston Consulting Group (1994, 1999). Ottoson and Weissenrieder (1996)

El incremento de riqueza para el accionista entre dos momentos de tiempo determinados, viene definido a su vez por la fórmula:

$\Delta \text{Riqueza Accionista}_{(t,t-1)} = \Delta \text{Capitalización}_{(t,t-1)} + \text{Dividendos} + \text{Recompra Acciones} +/\text{Otros Pagos a/de los Accionistas} - \text{Desembolsos por ampliaciones de capital} - \text{Instrumentos financieros convertibles convertidos}.$

Desde esta perspectiva, la creación de valor para el accionista en cada período viene determinada por la diferencia entre el incremento de riqueza realmente obtenido y el que debiera haberse logrado en función del riesgo asumido en la inversión. En resumen, la creación de valor dependería de una parte del diferencial entre los precios de compra y venta, de los dividendos percibidos y otros ajustes en cuanto a número de acciones; y de otra, del coste del capital K_e . Si bien este razonamiento resulta impecable, el cálculo implica ciertas hipótesis que podrían ser cuestionadas:

Figura 4. Parámetros para medir la creación de valor para el accionista



Fuente: Fernández, P.

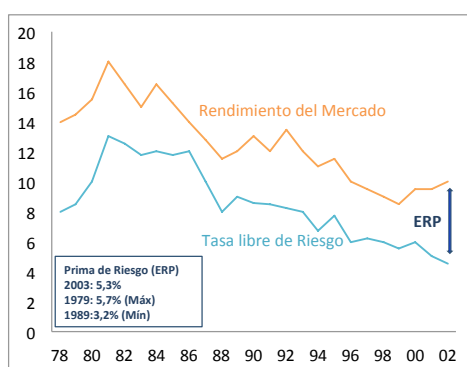
- **Mercado Eficiente.** El hecho de utilizar únicamente precios de mercado asume implícitamente que estos reflejan en todo momento el justo valor (*fair value*) de la empresa, o en otras palabras, que el mercado es eficiente en cualquier situación, teoría refutada cada vez por más autores¹⁵² sobre todo a la luz de la última crisis. En el caso de los valores españoles, por ejemplo, resulta muy diferente calcular los rendimientos de cualquier acción a finales de 2007 cuando el Ibex cerró a 15.184 puntos o a finales de 2008 cuando lo hizo a 9.186 puntos. El rendimiento del índice desde principios de 1996, sería del 12,7% y el 7,4% respectivamente; es decir, casi del doble a la mitad.
- **Rendimiento del Activo Libre de Riesgo y la Prima de Riesgo del Mercado.** La comparación con el coste del capital como rendimiento esperado en función del riesgo, supone asumir todas las hipótesis del CAPM, cuyas limitaciones han sido puestas de manifiesto por diversos estudios, tanto en lo referente a la variabilidad de los rendimientos del activo libre de riesgo y de la prima de riesgo del mercado a lo largo del tiempo (Figura 5), así como en su necesidad de corregir la fórmula por liquidez y tamaño¹⁵³. Aún más, la creciente rebaja de calidad crediticia de la deuda emitida por los Estados, llegaría incluso a cuestionar la propia existencia de tal activo libre de riesgo (Figura 5).
- **El coeficiente beta.** La variabilidad de este coeficiente ha quedado patente en cada una de las recientes crisis bursátiles, la tecnológica (2000-2001) y la financiera

¹⁵² Adair Turner and others (2010), "Why markets are so inefficient and exploitative". *The Future of Finance: The LSE Report* London School of Economics and Political Science.

¹⁵³ Archarya and Pedersen. (2005) Asset Pricing with liquidity risk. *Journal of Financial Economics*.

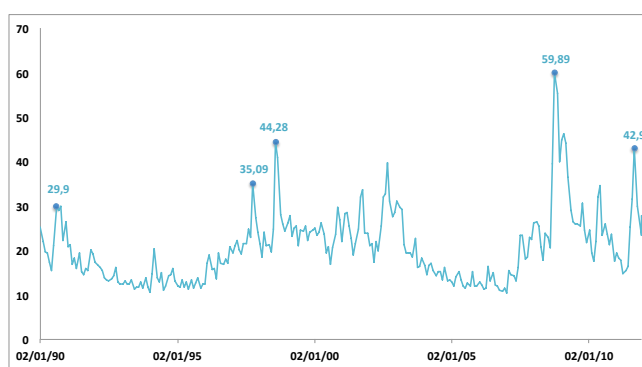
(2008-2009), de tal forma que por ejemplo la beta de la banca española pasó de ser prácticamente 1,0 en 2006 a más de 1,5 en 2012. De forma contraria, las firmas de telecomunicaciones que tuvieron una beta cercana a 2 durante la burbuja tecnológica de 2000, la mantuvieron por debajo de 1 en la última crisis, mostrándose como un sector defensivo, refugio de muchos inversores. Esto no es exclusivo de las crisis bursátiles sino del cambio rápido que acontece en muchos los sectores. Por ejemplo, no es igual el riesgo que se tomaba al invertir en una compañía aérea en 1996 al que se asumía en 2002, seguidamente a los atentados de Nueva York, o en 2006 cuando el precio del queroseno se había duplicado. Todo ello pone en evidencia la dificultad de aplicar directamente betas pasadas a futuro, como factor para calcular el rendimiento esperado del inversor.

Figura 5. Rm y Rf en USA



Fuente: Financial Times y Damodaran

Figura 6: Índice VIX de Volatilidad del S&P 500 (1990-2011)



Fuente: Yahoo Finance

Por consiguiente, si bien el razonamiento es coherente, a nuestro juicio, la variabilidad tanto de Rf, así como de Rm y beta, aun tomadas anualmente, hace difícil poder utilizar esta fórmula como base de cálculo para la creación de valor a largo plazo, como es el caso de las adquisiciones internacionales aquí analizadas.

2.3. Metodología adoptada. Fórmula.

En base a todo lo anterior, cabe descartar las metodologías de medición interna (EVA®, EP o CVA), tanto por su referencia a valores contables que en numerosas ocasiones no están correlacionados con los de mercado, como por la complejidad de su aplicación a un largo período de tiempo (1996-2007) y centrarse en las metodologías de medición externa, simplificándolas de forma que se eviten parámetros como los indicados (Rf, Rm y Beta), muy variables durante dicho período. Desde ese punto de vista, la lógica aconsejaría calcular el rendimiento que el accionista ha obtenido debido a las adquisiciones internacionales, consideradas éstas de forma aislada. Dicho rendimiento será función del precio que se pagó por ellas, de su valoración al final del período y de los pagos (aportaciones) intermedios que recibió el accionista y que son atribuibles a las mismas. Una vez obtenido dicho rendimiento se comparará bien con la tasa libre de riesgo promedio del período, bien con el rendimiento del índice o bien con el de cada una de las acciones, lo que dará como resultado el superávit o déficit en cuanto a rendimiento de la inversión internacional frente a las alternativas más comunes que hubiera tenido el propio accionista durante el período. En el primer caso nos indicará la rentabilidad adicional obtenida por los accionistas en función del mayor riesgo

soportado, en el segundo nos medirá el *performance* respecto al promedio del mercado y en el tercer caso determinará si las adquisiciones exteriores contribuyeron a aportar valor a la firma o por el contrario lo detrajeron.

Para calcular la tasa interna de retorno (TIR) de la inversión extranjera se utilizará la siguiente expresión:

$$- \text{Inversión}/(\text{Desinversión}) \text{ en Adquisiciones Internacionales }_t + \text{Dividendos recibidos atribuibiles al Negocio Internacional}_{(t+1,t+2,...)} + \text{Valor del Negocio Internacional}_{(2008)} = 0$$

Figura 7. Flujos de caja para determinar la TIR del accionista



El desglose de los componentes de esta fórmula de cálculo es como sigue:

- (1) Inversión/Desinversión en adquisición/venta de empresas en el extranjero. Se toman los valores de compraventa en euros de cada una de las transacciones que figuran en la base de datos de adquisiciones (1996-2007) elaborada (Anexo 1).
- (2) Dividendos percibidos por el conjunto accionistas atribuibiles al negocio internacional de cada empresa. En este caso se asume que el ratio de reparto de dividendos (*payout*) es función del resultado neto e igual para el negocio dentro y fuera de España. Por tanto, se calcula el porcentaje del resultado que proviene de las operaciones exteriores y se aplica linealmente al dividendo. Es decir, si el 45% del resultado neto después de impuestos de una firma proviene de sus participadas en el exterior, se asume que igualmente el 45% del dividendo pagado es atribuibile a dichas operaciones. (Anexo 2).
- (3) Valor del Negocio Internacional al final del período. Se realiza una valoración por múltiplos del negocio internacional de las empresas seleccionadas y se aplica a sus operaciones internacionales, lo que supone asumir que éstas cotizan al mismo múltiplo que las domésticas. (Anexo 2).

En resumen, el modelo de valoración considera que la firma española adquiere a un determinado precio una compañía extranjera, de la que como único flujo de caja percibe hipotéticos dividendos periódicos, equivalentes en porcentaje a los que ella paga a sus accionistas, y finalmente la valora como si fuera a venderla a finales del período a precios de mercado. Las salidas de caja las constituyen los valores de las adquisiciones internacionales a lo largo del período, mientras que las entradas vienen dadas por los hipotéticos dividendos periódicos aportados por la firma comprada así como el teórico precio de venta calculado a final del período. El modelo trata de replicar el rendimiento que obtendría el accionista si fuera él mismo quien adquiriera la empresa extranjera, le proporcionara dividendos y finalmente vendiera sus acciones a finales del período. Esta

simplificación obvia cualquier otra transferencia tanto de inversión como de fondos que se hubiera producido desde la firma adquiriente a la adquirida a lo largo del período y viceversa. Por consiguiente, aísla las operaciones de la empresa comprada como si ésta fuera un ente independiente que únicamente pagara dividendos a su propietaria española en el mismo porcentaje que ésta los abona a sus accionistas. El resto del flujo generado por la empresa extranjera adquirida se supone reinvertido en la propia firma, lo que teóricamente contribuiría a incrementar su valor a lo largo del tiempo.

3. Problemática en la Valoración del negocio internacional de las grandes empresas españolas a finales del período.

El último componente de la fórmula, la valoración del negocio internacional de las grandes empresas españolas a finales del período es sin duda la parte más compleja y abierta a interpretación, dado que dicha valoración depende de la metodología que se utilice para determinarla así como de ciertas variables que es preciso conocer para entender la aproximación que se realiza. Entre sus dependencias se encuentran las siguientes:

1. Integración de los negocios de las firmas adquiridas.
2. Metodología contable de integración.
3. Cambios en las normas contables, consistencia en la segmentación de los resultados, y re expresión de resultados anteriores.
4. Fecha de valoración.
5. Múltiplo(s) a utilizar.

3.1. Integración de los negocios de las firmas adquiridas.

Es sabido que cuando las firmas multinacionales adquieren empresas es común que se produzca una integración de sus operaciones, de forma que resulta complicado aislar completamente los resultados de las organizaciones adquiridas y evaluar su rendimiento a lo largo de un largo período de tiempo. En numerosas ocasiones, se procede a centralizar ciertos servicios, como pueden ser funciones contables, de recursos humanos o de las propias operaciones, para después proceder a un cargo por todos ellos a la empresa adquirida, que pasa a convertirse en una mera subsidiaria de la propia firma compradora. Otras veces se establecen precios de transferencia internos entre adquiriente y adquirida por ciertos productos y servicios, que no siempre reflejan el coste real de los mismos, por cuanto, una vez integradas las operaciones, se trata de un trasvase de valor entre unidades de la propia empresa, cuyo cálculo admite un margen de error bajo la premisa de que al fin y al cabo “todo queda en casa”. En el caso concreto de la expansión de las firmas españolas, si bien muchas globalizaron sus operaciones, estructurándolas por unidades de negocio independientes de su localización geográfica; sin embargo en la mayoría de los casos subsistieron estructuras de negocio muy descentralizadas con una clara jerarquía dentro de cada país, responsable en último extremo de los resultados de las operaciones locales. Ello permite deducir que los resultados reportados por áreas geográficas se corresponden en buena medida con los que efectivamente hubieran obtenido las empresas adquiridas de haber seguido funcionando con plena independencia dentro de la estructura de la multinacional española. En otras palabras, se asume que la integración no ha distorsionado los resultados locales.

El otro factor operativo a tener en cuenta viene del lado de las inversiones posteriores a la adquisición, algo muy habitual en infraestructuras energéticas donde tras una adquisición inicial suelen proceder a inversiones en centrales de producción, modernización de la red o en nuevas exploraciones (petrolíferas), bien por necesidad, bien para aprovechar las oportunidades que brinda el país de destino. En este sentido, dichas inversiones no se consideran en el cálculo, lo que equivale a decir que provienen del flujo de caja generado por la firma adquirida y su resultado solo acaba repercutiendo en el accionista bien a través de una variación del precio de la acción, bien a través de los dividendos pagados. Por otra parte, se considerará, tal y como se ha analizado en el Capítulo 3 que la presencia de las empresas españolas antes de 1996 era prácticamente inexistente, atribuyéndose todo el resultado internacional de las mismas a las adquisiciones de este período (1996-2007).

3.2. Metodología contable de consolidación.

Los resultados globales de un grupo de empresas pueden variar en función del método de consolidación aplicado sobre sus participadas, pudiendo alterar el cálculo del rendimiento sobre la inversión. Contablemente se aplican tres métodos diferentes:

- **Integración global.** Se consolidan por este método todas las sociedades dependientes, que son aquellas sobre las que la matriz ejerce, directa o indirectamente su control, entendido como la capacidad de poder dirigir las políticas operativas y financiera de la empresa para obtener beneficios de sus actividades. Esta capacidad se manifiesta, en general, aunque no únicamente, por la propiedad directa o indirecta del 50% o más de los derechos políticos de la sociedad. Este método conlleva la consolidación de Cuenta de Resultados y Balance, detallándose la participación de los accionistas minoritarios en el patrimonio y en los resultados de las sociedades dependientes consolidadas bajo la denominación “Accionistas Minoritarios” dentro del epígrafe de Patrimonio Neto de los Balances de Situación consolidados y en “Resultado atribuido a accionistas minoritarios” de las Cuentas de Resultados consolidadas, respectivamente.
- **Integración proporcional.** Se consolidan por este método los negocios conjuntos con otra empresa, y supone la inclusión en los estados financieros consolidados de la parte proporcional de los activos, pasivos, gastos e ingresos de estas sociedades en función de la participación de la empresa sobre las mismas. Se entiende por negocios conjuntos aquellos en los que existe control conjunto, que se produce únicamente cuando las decisiones estratégicas de las actividades, tanto financieras como operativas, requieren el consentimiento unánime de las partes que están compartiendo el control.
- **Puesta en equivalencia.** Se consolidan por este método las sociedades asociadas, entendiendo como tales aquellas en las que se posee una influencia significativa, entendida como el poder de intervenir en las decisiones de política financiera y de operación de la participada, pero sobre las que no se ejerce control o dominio efectivo, ni tampoco control conjunto. La influencia significativa en una sociedad se presume en aquellas sociedades en que la participación es igual o superior al

20%. Este método consiste en la consolidación dentro de una línea del balance consolidado, que puede llamarse “inversiones registradas por puesta en equivalencia”, del valor de los activos netos y fondo de comercio si lo hubiere, correspondiente a la participación poseída en la sociedad asociada. El resultado neto en cada ejercicio correspondiente al porcentaje de participación en estas sociedades se refleja en las cuentas de resultados consolidadas como “Participación en resultados después de impuesto de sociedades puestas en equivalencia”.

Como consecuencia de estas diferentes metodologías de consolidación, y sobre todo de la última, la valoración actual de las firmas extranjeras adquiridas en cada una de las empresas españolas solo puede realizarse a partir de la última línea de la Cuenta de Resultados, es decir el Beneficio después de Impuestos y Minoritarios, puesto que es la que contiene la parte del beneficio realmente aportado por cada firma, mientras que otros parámetros, como el Margen Bruto de Explotación (EBITDA) o el resultado de operaciones (EBIT), si bien pueden dar una idea aproximada, estarían “contaminados” al incluir la parte de minoritarios que no corresponde a la firma española. Por consiguiente en el estudio, el múltiplo de valoración se utiliza sobre el resultado neto.

3.3. Cambios en las normas contables, consistencia en la segmentación de los resultados y re expresión de resultados anteriores.

- (1) **Cambios en las normas internacionales de contabilidad.** Los cambios en las normas de contabilidad son una de las causas de mayor distorsión, puesto que la valoración por múltiplos se basa en ratios sobre diversos “fundamentales” de la firma (Ingresos, EBITDA, Beneficio Neto, etc.), y el valor de estos depende de las normas contables. Un cambio en las mismas hace más difícilmente comparable el resultado entre ejercicios y altera los múltiplos de cotización. Desde que en Estados Unidos se adoptaron en 1973 los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (US GAAP) ha habido dos grandes modificaciones, una en 1993 y otra en 2000, esta última fundamentalmente orientada a asimilar el valor contable al de mercado (*marking to market*). La introducción obligatoria de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en la UE a partir de 2005, incluyendo el cambio anterior, hace que la comparación entre los datos posteriores y anteriores a dicha fecha no sea completamente ajustada.
- (2) **Consistencia en la segmentación de resultados por áreas geográficas y re expresión de resultados.** Solo a partir de la implantación de las NIIF fue obligatorio para las grandes firmas cotizadas reportar sus resultados por segmentos de actividad, una información cuya exactitud puede ser cuestionable en ocasiones por la dificultad de aislar determinadas operaciones por los segmentos definidos y evitar superposiciones de ciertas actividades entre dos o más segmentos. Dado que dicho reporte por segmentos debe reflejar en lo posible el utilizado internamente por la propia empresa para su gestión (NIIF 38); cualquier reorganización de los mismos como parte de la evolución lógica de sus negocios hace difícilmente comparables los resultados año a año. Por este motivo, en muchas ocasiones se procede a realizar re expresiones (*restatements*) de los resultados anteriores con objeto de facilitar la comparación. En otras empresas se prima la segmentación por unidades de negocio sobre la geográfica, que en ocasiones se agrupa (algunas firmas reportan conjuntamente España y Portugal), lo cual hace difícil aislar los resultados de las

operaciones internacionales de las domésticas. En aquellos casos puntuales en que la diferenciación resultaba confusa, además de los informes anuales de las empresas, se han tomado datos de otras fuentes y aplicado sentido común para aproximar dichos resultados. La determinación del porcentaje de la actividad internacional dentro de la firma se realiza en función del resultado neto, caso de no reportarse éste, se calcula en función del resultado de operaciones y en último caso en función de los ingresos obtenidos en el exterior.

3.4. Múltiplos de Valoración

Como es sabido, existen numerosos múltiplos de valoración, siendo los más comunes los basados en el Valor de Negocio (EV), Capitalización y Valor Contable. Por lo general en las valoraciones de empresas no se utiliza uno solo, sino que se hace una media simple o ponderada de los resultados obtenidos por una serie de ellos, como forma de evitar sesgos y tener más criterios de valoración. Un primer problema en este caso es aplicar múltiplos similares a las operaciones internacionales de una empresa que a las operaciones domésticas y un segundo problema tiene que ver con la variabilidad temporal del múltiplo, dependiendo de que el mercado se encuentre en fase alcista o descendente.

En cuanto al primer problema, si bien es cierto que hay diferencia en los múltiplos entre mercados emergentes y desarrollados, incluso por países; sin embargo hay dos factores que atenúan significativamente el posible sesgo de esta hipótesis: (1) que el mercado al valorar la firma en su conjunto ya sabe en qué mercados opera y por tanto dicho múltiplo aplica implícitamente a sus operaciones internacionales y (2) que la diferencia de múltiplos entre países también depende del ciclo económico en que se encuentra cada uno de ellos y por consiguiente es variable a lo largo del tiempo. En otras palabras, no hay países con múltiplos sistemáticamente más altos que otros, sino que estos dependen del momento de la economía de cada país. Esta variabilidad de los múltiplos es la que hace que por ejemplo el P/E (Price/Earnings) tienda a ser bajo durante el ciclo alto cuando los resultados de las empresas son mayores y por tanto el denominador de la fórmula, el beneficio por acción tiende a crecer; y por el contrario, tienda a tomar valores altos, durante las recesiones, cuando los beneficios de las empresas caen, incluso son negativos, y los precios, aunque bajan, no lo hacen de forma tan acusada. Por ello la variabilidad de este múltiplo como de otros similares, hace que sea complicado utilizarlos para hacer valoraciones basadas en beneficios obtenidos a un plazo largo. Por esta razón, Campbell y Schiller (1988, 1998 y 2001) formularon el CAPE (*Cyclically-Adjusted Price Earnings*) o PE10 como múltiplo que amortigua el efecto de los ciclos económicos en la valoración, utilizándolo posteriormente (Shiller, 2001 y 2005) para la estimación de los rendimientos del mercado de valores americano. Su formulación es la siguiente:

$$\text{CAPE} = \text{Precio}_t / \text{Beneficio por Acción}_{(t \text{ a } t-10)} \text{ ajustado por el IPC}$$

Al utilizar el promedio del beneficio por acción (BPA) de los últimos diez años, se evita la volatilidad del P/E debida al ciclo económico, convirtiéndolo además a términos reales, una vez descontada la inflación, dado que al hablar de largos períodos de tiempo es más lógico hacerlo así. Si bien la fórmula ha sufrido variaciones a lo largo del

tiempo¹⁵⁴, incluso actuales¹⁵⁵, corrigiendo el precio con dividendos, su filosofía se mantiene, aunque persisten las discrepancias en cuanto al beneficio por acción que debe utilizarse en dicha fórmula. Así, el profesor Siegel cuestiona el CAPE considerándolo pesimista en sus predicciones, por cuanto los beneficios utilizados en la fórmula ignoran los cambios en las normas contables de los años 90, y que obligaron a las compañías a tomar provisiones cuando sus activos perdían valor, pero no a dar beneficios cuando estos volvían a ganarlo; sino solo una vez que se vendieran¹⁵⁶. Sustituyendo los beneficios por acción reportados por otros normalizados (corregidos por extraordinarios y variaciones contables), las valoraciones resultarían más altas. En consecuencia, mientras la utilización del CAPE tal cual indica momentos de sobrevaloración y otros de infravaloración de la Bolsa; esta modificación a la fórmula apuntaría a la idea de que a largo plazo los rendimientos de la Bolsa siempre son superiores.

La aplicación del CAPE a nuestro caso presenta entre otros los siguientes inconvenientes:

- La aplicación del múltiplo a firmas individuales, no a índices o sectores amplios, puede conducir a resultados sesgados en función del momento en que se tome, bien porque el precio de su acción se encuentre deprimido o sobrevalorado, bien porque haya habido algún ejercicio con un performance excepcionalmente positivo o negativo. En otras palabras, la atenuación al ciclo es menos patente cuando se realiza sobre firmas individuales que sobre un índice.
- La aplicación del múltiplo a firmas en fuerte expansión, como las de este estudio, cuyo perímetro de consolidación ensanchó casi continuamente entre 1996 y 2007, puede resultar en un múltiplo excesivamente alto, puesto que al pesar en el denominador los beneficios de los últimos diez años, los de períodos lejanos son mucho menores, hacen disminuir el promedio del denominador, presionando el múltiplo al alza.

Estos problemas no resultan esencialmente diferentes a los expresados en varios análisis sobre el CAPE^{157, 158, 159}, si bien invitan a tener precaución sobre su aplicación indiscriminada sin tener en cuenta la racionalidad de los resultados en función de dichas circunstancias. Para paliar alguno de ellos en nuestro caso se han tomado las siguientes medidas que tratan de refinar el múltiplo obtenido sin alterar su esencia:

- Aunque la aplicación del múltiplo se ha realizado firma a firma para cada una de las diez estudiadas (el detalle por empresa puede verse en el Anexo 2), los resultados se muestran sectorialmente como forma de lectura más coherente.

¹⁵⁴ Campbell and Shiller (1988) defined the CAPE ratio as the arithmetic long average of the natural logarithm of real earnings per share minus the natural logarithm of real per-share price.

¹⁵⁵ Bunn, Shiller (2013). A Historical Analysis of Sectors within the US Stock Market. Working Paper.

¹⁵⁶ Financial Times. August 2012. Don't put faith in Cape crusadeers.

¹⁵⁷ Siegel, L. Cape Crusaders: The Shiller-Siegel Shootout at the Q Group Corral. American Perspectives. Feb. 8, 2014

¹⁵⁸ Siegel L., The Shiller CAPE Ratio: A New Look, Q Group presentation, Octubre 2013, pp. 11, 12.

¹⁵⁹ Fixing the Shiller CAPE: Accounting, Dividends, and the Permanently High Plateau. Philosophical Economics. Dec. 13, 2013

- Para evitar potenciales errores a la hora del cálculo del beneficio por acción (promedio anual/final del año, etc.) en firmas como estas, con numerosas ampliaciones de capital a lo largo del período, se ha aplicado la fórmula sobre los totales, Capitalización y Resultado Neto, en lugar de Precio y BPA.

$$\text{CAPE} = \text{Capitalización}_t / (\text{Resultado Neto}_{(t \text{ a } t-10)} \text{ ajustado por el IPC})$$

- Se ha normalizado el beneficio reportado en ocasiones muy puntuales, siendo la más relevante con diferencia el de Telefónica en 2004, cuando realizó una anulación (*writeoff*) de todas las inversiones en licencias 3G y fondo de comercio asociado a algunas adquisiciones por valor aproximado de 5.693 M €, y en el año 2008. La pérdida de 5.576 M € reportada se ha sustituido por un beneficio de 116 M €. El resto de normalizaciones son irrelevantes.

3.5. Fecha de Valoración.

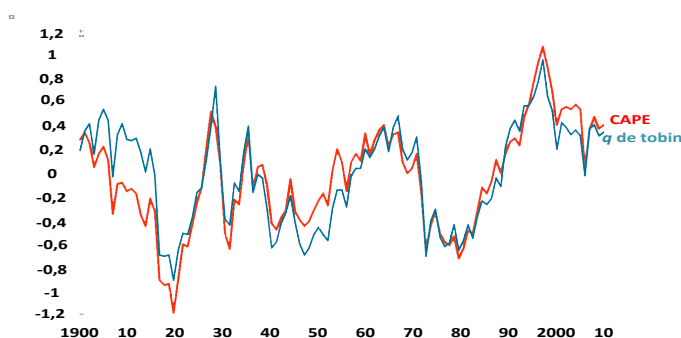
Dado que el período de estudio abarca desde 1996 a 2007, la lógica sería obtener el valor de dichos negocios a finales de 2007, sin embargo dicha valoración se realiza con un retardo de un período (finales de 2008) por las siguientes razones:

- (1) **Integración de las adquisiciones.** En las operaciones de adquisición existe un lapso entre la firma del contrato de adquisición y la ejecución del mismo, a partir del cual se consolidan los resultados por lo que a cierre de 2007 algunas operaciones, en concreto la compra de Energy East por parte de Iberdrola y la de Banco Real (ABN Anro) en Brasil por parte del Santander, todavía no se veían reflejados en el consolidado del grupo en cuestión. Asimismo, una vez realizada la adquisición, se requiere un cierto tiempo para la integración de la compañía adquirida y la obtención de las sinergias correspondientes, cuyo resultado solo puede evaluarse pasado un cierto tiempo. Dado que el volumen de adquisiciones de las 10 empresas seleccionadas decreció drásticamente en comparación con los años anteriores, no existen prácticamente inversiones significativas en 2008 que puedan alterar el resultado de la investigación.
- (2) **Valoración ajustada al Valor Razonable (*Fair Value*).** Los acontecimientos posteriores a 2007, fundamentalmente la crisis iniciada en 2008, dejaron en evidencia los excesos de valoración del período anterior, que fueron corregidos por el propio mercado en años posteriores. Mientras en 2007 el índice Ibex-35 cerraba en 15.180 puntos, tan solo un año más tarde había descendido a 9.196 puntos, una caída de casi el 40%, similar a la del índice Eurostoxx-50 (44%) o del S&P-500 (34%), por citar los de referencia de las grandes firmas europeas y americanas. Desde el inicio del período (1-1-1996) hasta finales de 2007 el rendimiento anual del Ibex (media geométrica) fue del 12,66%, mientras que calculado a finales de 2008, dicho rendimiento bajaría al 7,41%, que estaría mucho más en línea con los rendimientos de otras Bolsas con series históricas más largas¹⁶⁰, incluso recientes. Por consiguiente, en términos de valoración parece que el rendimiento medio anual de la Bolsa medido en el período que finaliza en 2008 es más coherente con

¹⁶⁰ A. Damodaran obtiene un 7,34% de rendimiento para el S&P 500 en el período más reciente 2004-2013. Ver Rendimientos Históricos. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

históricos que el del período 1996-2007. De hecho, así lo demuestran otros ratios de valoración a largo plazo como el propio CAPE estudiado, la Q de Tobin o la relación Capitalización Bursátil/PIB.

Figura 8: Evolución de la Q de Tobin y del P/E cíclicamente ajustado (CAPE)



Fuente: Smithers & Co.

Tabla 2. Relación Capitalización Bursátil/PIB

	2006	2007	2008	2009
EEUU¹	146,10	141,50	82,70	104,40
Londres	148,70	139,70	65,90	104,30
Euronext²	101,40	99,90	47,10	63,8
Alemania	53,50	59,30	30,40	63,8
España	74,30	73,00	43,70	52,30

¹Suma de NYSE, NASDAQ y SE

²Divide por PIB de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal

Fuente: Banco Mundial

El primero, el **P/E cíclicamente ajustado (CAPE)**, ya ha sido explicado, mientras la **Q de Tobin** compara el valor de mercado de las acciones con el valor de reemplazar los activos a precios actuales. La tesis es que el mercado estaría correctamente valorado si el precio de las acciones fuera igual al de reemplazar sus activos. Q no es una medida temporal sino una herramienta para medir el riesgo global del mercado. A mayor prima respecto al “*fair value*” mayor riesgo hay en mantener acciones, mientras que a menos prima menor riesgo. Pues bien, como puede observarse (Figura 8, donde cero es el equilibrio), tanto la Q de Tobin como el P/E cíclicamente ajustado (CAPE) mostraron sobrevaloraciones extremas en 1929 y en 2000, antes de las grandes caídas bursátiles y drásticas infravaloraciones en los descensos de 1932 y 1982. Respecto al período que nos atañe, y más concretamente entre 2005-2007, si bien lejos de las dos grandes burbujas citadas, sin embargo ambos parámetros se situaron muy próximos a las sobrevaloraciones de 1906, 1936 y 1968, volviendo a sus niveles medios tras la última crisis y dejando claro, desde esta perspectiva, que las valoraciones en el valle de la crisis eran más ajustadas que antes de iniciarse ésta.

Por último, la relación **Capitalización bursátil/PIB**, muy utilizada por el financiero Warren Buffet, mide la relación entre la capitalización de todas las empresas cotizadas y el PIB de un país, entendiéndose en base a históricos que una valoración correcta para las Bolsas de Estados Unidos y el Reino Unido estaría entre el 75% y 90% del PIB. En aquellos países con menor capitalización bursátil, como las de Europa continental, el equilibrio de dicho índice estaría en un nivel inferior. En cualquier caso, en todas las economías es evidente la sobrevaloración que muestran los años 2006 y 2007 medida por este ratio (Tabla 2).

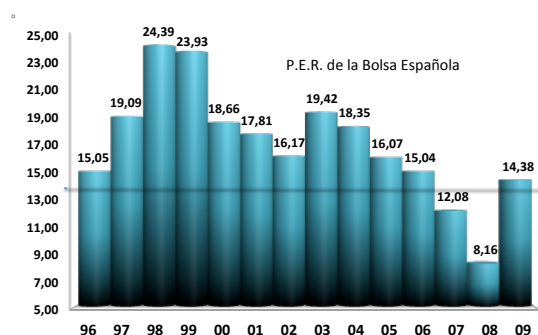
Por consiguiente, teniendo en cuenta todos los parámetros anteriores, en el estudio se computan las operaciones de adquisición de 1996 a 2007, y se valoran a finales de 2008, una vez integradas en los resultados de las empresas españolas compradoras y corregidas las sobrevaloraciones del ciclo alcista de acuerdo a los parámetros arriba estudiados.

4. Valor del negocio internacional de las grandes empresas españolas

4.1. Determinación de los múltiplos de valoración

De acuerdo a lo anterior, se procede a determinar el CAPE de cada una de las firmas seleccionadas a finales de 2008 y a validarlo frente a ratios más recientes como el P/E 2007 y 2008 de cada una de ellas (Tabla 3). De dicha comparación se desprende que en la gran mayoría de los casos el CAPE está comprendido entre los P/Es de 2007 y 2008 y muy cerca del promedio del P/E de los últimos cinco años. De igual forma comparativamente con los históricos del índice Ibex-35 el CAPE promedio obtenido para el conjunto de las diez firmas (13,03), no se encuentra muy alejado del promedio del Ibex 15,73 en el período (1989-2008) y entre el máximo de 29,20 y el mínimo de 6,10 que el índice marcó desde 1989. Si se excluyen los años de la burbuja tecnológica donde marcó máximos, la cifra obtenida estaría muy cerca del P/E promedio de los cinco últimos años (2004-08) del índice que fue de 13,98 (Figura 9).

Figura 9. Ibex-35 P/E ratio (1996-2008)



Fuente: Bolsa de Madrid

Tabla 3. P/E y CAPE Firmas seleccionadas

	CAPE	P/E	P/E	P/E	P/E
	2008	2008	2007	(2004-08)	(1996-07)
Bancos	10,03	6,22	10,23	11,60	16,21
Energía	13,86	14,74	14,98	12,41	14,74
Construcción	12,73	12,99	13,46	14,59	16,21
Telecomunicaciones	17,74	9,82	11,91	14,55	23,75
TOTAL 10 FIRMAS	13,03	8,40	12,16	16,53	17,13

Fuente:Elaboración Propia

En el detalle sectorial (Tabla 2), puede observarse como el único sector, cuyo múltiplo CAPE que se desvía significativamente de los P/Es de 2007 y 2008 es el de Telecomunicaciones, que corresponde a Telefónica, y es consecuencia directa de la sobrevaloración del sector en años anteriores, de forma que el P/E promedio de 1996-2007 es de 23,75, un múltiplo aún muy superior al CAPE obtenido. En otras palabras, el CAPE todavía estaría reflejando parte de las expectativas de crecimiento propias de un sector de alta tecnología; algo que cambió progresivamente a lo largo del período, a medida que las telecomunicaciones pasaron a ser consideradas un sector maduro. El resto de CAPEs estarían en línea con los P/Es promedio, ligeramente por debajo en el caso de la construcción y la energía, hecho directamente atribuible a la brusca pérdida de capitalización de alguna de ellas en 2008, específicamente Ferrovial y Repsol. En conjunto, aún con los matices apuntados, entendemos puede aceptarse el múltiplo CAPE obtenido, tanto en totales como sectorialmente, por encontrarse dentro de los parámetros lógicos y de límites superior e inferior propios de estas firmas y del índice en su conjunto.

4.2. Determinación del valor del negocio internacional en base al múltiplo seleccionado.

Una vez determinado el múltiplo, se aplica sobre el resultado neto atribuible a las operaciones internacionales de las firmas seleccionadas, obteniendo de esta forma la valoración del negocio internacional de cada una de ellas. Se agregan dichas valoraciones, obteniendo un total a finales de 2008 de 201.021 M €. De cara a validar la coherencia de dicho resultado, se ha comparado éste con la capitalización de estas compañías en 2007 y 2008 (Tabla 4), obteniéndose que el valor del negocio internacional obtenido supondría el 70,7% de su capitalización de 2008 y el 45,4% de su capitalización de 2007, porcentaje este último que se encuentran en línea con los ingresos internacionales de estas firmas, que fueron un 47,2% del total en 2007 y un 47,4% del total en 2008. En relación al beneficio neto, dicha valoración sería aún más favorable, puesto que éste osciló entre un 41% del total en 2007 y un 45% en 2008. Por consiguiente, la valoración del negocio exterior de acuerdo al múltiplo estaría en línea con su peso en 2007, cuando la capitalización era alta y sería un porcentaje mucho mayor que el total sobre 2008. Como promedio, la valoración del negocio internacional representaría un 55% de la capitalización total como media de ambos años, superior al porcentaje de beneficio obtenido en el exterior, que de promedio estaría en un 43%. Esto significa que, de acuerdo a la fórmula empleada, se valora más comparativamente el negocio internacional que el de España. Este porcentaje no es uniforme en cuanto a cada una de los sectores, apuntando a una cierta sobrevaloración del negocio internacional de Telefónica y en menor medida los bancos, y a una cierta infravaloración en el caso de las constructoras y en menor medida el sector energético.

Tabla 4. Valor del Negocio Internacional vs Capitalización

	Cap (M €) 2007	Cap (M €) 2008	Valoración Negocio Internacional	% s/ Cap 2008	% s/ Cap 2007	Ingresos Internacional % Total
Bancos	155.317	86.417	74.235	85,9%	47,8%	57,5%
Energía	152.176	106.228	59.444	56,0%	39,1%	35,1%
Construcción	28.987	16.931	9.629	56,9%	33,2%	50,0%
Telecomunicaciones	106.067	74.570	57.713	77,4%	54,4%	61,2%
TOTAL 10 Firms	442.547	284.146	201.021	70,7%	45,4%	47,2%

Fuente: Elaboración Propia

En conjunto podemos concluir que el múltiplo utilizado en la mayoría de los casos refleja una valoración razonable del negocio internacional de estas firmas a finales del período y acorde con su cotización bursátil.

5. Rentabilidad de las adquisiciones internacionales realizadas por las grandes empresas españolas

Una vez valorado el negocio internacional a finales de 2008, se procede a calcular la tasa interna de retorno (TIR) de cada una de estas firmas, de forma que obtengamos el rendimiento total de la inversión realizada por estas empresas desde el punto de vista del accionista. Para ello determinamos los tres parámetros que intervienen:

- Cifra de inversión de cada año en adquisiciones en el exterior
- Dividendos atribuibles a la inversión anterior
- Valoración de dichas inversiones a finales del período

- La cifra de inversión de cada año proviene de la base de datos de adquisiciones elaborada (anexo 1). Su conversión a euros se ha realizado según lo reportado por la propia firma, o bien al tipo de cambio del final del período seleccionado.
- Los dividendos atribuibles a la actividad internacional se obtienen aplicando al dividendo total distribuido por cada compañía, el porcentaje de resultado neto proveniente de su actividad internacional. Caso de no existir resultado neto exterior, por no haberse publicado, se calcula en función del resultado de explotación y, en ausencia de éste, en función de los ingresos.
- La valoración a finales del período del negocio internacional, calculada conforme al apartado anterior.

Tabla 5. Cálculo de la Rentabilidad (TIR) para el accionista de las Adquisiciones Internacionales

TOTAL	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	(3.344)	(7.879)	(9.949)	(23.606)	(53.867)	(8.544)	(4.812)	(2.536)	(24.598)	(8.084)	(36.932)	(32.114)	0
Dividendo Total	2.713	3.077	2.770	3.418	4.248	4.457	5.974	7.088	8.476	11.859	12.949	15.814	18.793
% Internacional	9,0%	14,3%	11,2%	13,6%	25,9%	38,7%	26,9%	30,7%	33,5%	35,5%	38,2%	41,2%	44,9%
Div Internacional	243	440	310	463	1.102	1.725	1.605	2.176	2.842	4.207	4.941	6.510	8.446
Valoración													201.021
FC Accionista	(3.101)	(7.439)	(9.639)	(23.143)	(52.765)	(6.819)	(3.207)	(360)	(21.756)	(3.877)	(31.991)	(25.604)	209.468
TIR Accionista	1,69%												

Fuente: Elaboración Propia.

De acuerdo a dicho cálculo (Tabla 7) se puede concluir que la Tasa Interna de Rendimiento de la inversión realizada en el exterior a través de adquisiciones de las firmas seleccionadas es muy baja, inferior al 2%, como consecuencia de los siguientes parámetros:

- El valor total de adquisiciones realizadas durante el período (1996-2007) fue muy alto, alcanzando la cifra total de 216,3 MM €, siendo 1999, 2006 y 2007 los años de mayor actividad.
- El dividendo total distribuido por estas 10 firmas se incrementó desde los 2,7 MM € en 1996 a los 18,8 MM € en 2008, multiplicándose prácticamente por 7, hasta totalizar 101,6 MM € durante el período.
- De dicho dividendo, el atribuible a los negocios exteriores pasó de representar un 9,1% del total en 1996 a suponer un 44,9% en 2008, lo que en valor significa multiplicarlo por más de 32, dando una idea de la rápida internacionalización. El dividendo total atribuible al negocio exterior durante el período fue de 35,0 MM €.
- La valoración del negocio internacional a finales de 2008, de acuerdo al múltiplo aplicado es de 201,0 MM €, una cifra 7% inferior a la inversión total realizada.

Como consecuencia de lo anterior la tasa interna de retorno de dicha inversión se ha estimado en 1,69%, muy por debajo tanto del promedio aritmético como geométrico de la tasa libre de riesgo durante el período (Tabla 6). Por sectores, la rentabilidad anterior queda como sigue:

Tabla 6. Rentabilidad del bono español a 10 años

1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	Media
9,70%	6,90%	5,60%	4,00%	5,60%	5,20%	5,10%	4,30%	4,30%	3,60%	3,30%	3,97%	4,40%	4,48%	5,07%

Fuente: BdE

Sector Financiero

El total de inversiones realizadas en el exterior por los dos grandes bancos Santander y BBVA ascendió a 62.757 M €, suponiendo solo cinco de ellas (Abbey, Banco Real, Banespa, Bancomer y Compass Bancshares) más de dos tercios del total. El total de dividendos atribuibles a la actividad exterior fue de 17.141M €, mientras que el valor calculado para su negocio internacional fue de 74.235 M €, una cifra claramente superior a la invertida durante el período. Todo ello arroja una tasa de rendimiento para el accionista del 8,05%, claramente por encima del promedio de la tasa libre de riesgo del período.

Tabla 7. Rentabilidad de las Adquisiciones Internacionales del Sector Financiero

Sector Financiero	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	(2.072)	(2.208)	(3.005)	(1.564)	(13.886)	(2.122)	(2.137)	(101)	(16.738)	(1.360)	200	(17.764)	0
Dividendos	791	923	1.125	1.461	2.039	2.538	2.464	2.634	2.996	4.010	5.034	6.157	7.417
% Internac.	18,7%	33,8%	22,4%	17,4%	24,0%	49,7%	41,6%	38,3%	40,5%	47,6%	49,3%	46,7%	52,7%
Div Internac.	148	312	252	254	489	1.262	1.025	1.010	1.212	1.909	2.484	2.875	3.910
Valoración													74.235
Total FC	(1.924)	(1.896)	(2.753)	(1.310)	(13.397)	(860)	(1.112)	909	(15.526)	549	2.684	(14.889)	78.145
TIR	8,05%												

Fuente: Elaboración Propia

En este caso, a pesar de ciertas adquisiciones que no rindieron fruto en ese período como las de EEUU, otras fueron ciertamente más rentables, como México y Brasil, cuyos resultados en 2008 contribuyeron a que el beneficio internacional se mantuviera, representando 55,7% del total del resultado del Banco Santander y 46,3% del de BBVA. Ello hace que de acuerdo al CAPE aplicado, la valoración del negocio internacional de ambos bancos fuera alto en comparación a su capitalización total. Dicho de otra forma, la pérdida de capitalización en 2008 sería prácticamente atribuible a las operaciones domésticas.

Petróleo y Energía

Las adquisiciones del sector energético (Repsol, Iberdrola, Endesa, Gas Natural y Fenosa) en el exterior totalizaron 55.176 M €, suponiendo dos de ellas, Scottish Power (17.100 M €) e YPF (14.195 M €), más de la mitad del valor de estas adquisiciones. Los dividendos procedentes de la actividad exterior se han estimado en un 35,4% del total¹⁶¹, resultando la valoración total del negocio en torno a los 59.041 M €, ligeramente por debajo de lo invertido. Como consecuencia la tasa interna de retorno resultante del cálculo es del 3,83%.

Tabla 8. Rentabilidad de las Adquisiciones Internacionales del Sector Energético

Petróleo y Energía	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	(731)	(3.689)	(1.406)	(19.117)	(3.092)	(1.740)	(519)	(1.837)	(2.366)	4	(294)	(20.389)	0
Dividendos	1.288	1.390	1.485	1.757	1.988	1.667	1.949	2.206	2.462	4.515	4.100	4.608	5.929
% Internac.	0,9%	0,8%	3,9%	11,7%	29,8%	25,5%	5,1%	24,2%	31,7%	25,3%	27,3%	35,1%	35,4%
Div Internac.	12	11	58	205	593	425	99	533	781	1.141	1.118	1.615	2.099
Valoración													59.444
Total FC	(719)	(3.678)	(1.348)	(18.912)	(2.499)	(1.315)	(420)	(1.304)	(1.585)	1.145	824	(18.774)	61.543
TIR	3,83%												

Fuente: Elaboración Propia

¹⁶¹ En el caso de Repsol, únicamente se computa en el exterior la actividad de YPF

El mayor de los componentes de este bajo rendimiento lo constituye sin duda la adquisición de YPF y el bajo múltiplo que aplica a Repsol sobre el beneficio de la misma, que hace que sus operaciones de acuerdo al CAPE empleado obtengan un valor de 4.689 M €, por el 57% que Repsol mantenía en aquel momento, que a pesar de estar alejado del precio de compra, no es un resultado extraño a la luz del posterior precio de expropiación (5.000 M \$ o 3.650 M € aproximadamente por el 51%). Este rendimiento claramente negativo comparado con el precio de compra, se contraresta con el más positivo de Fenosa e Iberdrola, la primera sometida a rumores de Opa y la segunda por el enorme incremento de beneficio en 2006 y 2007 consecuencia de la integración de Scottish Power y el negocio de renovables, y que en ambas sesgaron al alza el ratio CAPE utilizado, sobrevalorando ligeramente sus operaciones internacionales. A pesar de estas variaciones, en conjunto, la valoración y el rendimiento del sector, como suma de sus componentes, son coherentes con la capitalización y los múltiplos históricos del mismo.

Construcción

Las adquisiciones del sector de la construcción en el lapso 1996-2007 alcanzaron la cifra de 16.392 M €, la mitad de los cuales proviene de tres adquisiciones (Sanef por Abertis, BAA por Ferrovial y Waste Recycling por FCC). Los dividendos pagados a los accionistas provenientes del negocio internacional de estas empresas llegaron se estiman en 1.502 M €, mientras que la valoración de su negocio finales de dicho año se estima en 9.629 M €, significativamente inferior a la inversión realizada, a pesar del múltiplo CAPE, aunque por debajo, no está significativamente alejado del P/E promedio del período para este sector. Como consecuencia de lo anterior el rendimiento es claramente negativo.

Tabla 9. Rentabilidad de las Adquisiciones Internacionales del Sector de la Construcción

Construcción	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	(9)	0	(144)	(1.917)	(780)	(423)	(196)	(391)	(814)	(2.305)	(10.296)	883	0
Dividendos	131	136	161	200	221	252	322	414	557	627	712	815	883
% Internac.	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	9,0%	15,3%	14,5%	11,6%	14,3%	17,7%	39,7%	47,9%	54,6%
Div Internac.	0	0	0	4	20	39	47	48	79	111	283	390	482
Valoración													9.629
Total FC	(9)	0	(144)	(1.913)	(760)	(384)	(149)	(343)	(735)	(2.194)	(10.013)	1.274	10.111
TIR	N/A												

Fuente: Elaboración Propia

En este caso la causa del rendimiento negativo se encuentra claramente en la baja valoración al final del período de dichas inversiones. Ésta viene lastrada por la pérdida de valor de Ferrovial, que en un año redujo su capitalización en un tercio, consecuencia de los problemas regulatorios y el fuerte endeudamiento procedente de la adquisición de BAA. Igualmente por el descenso del precio de las acciones de FCC, que continuó durante varios años, consecuencia de la pérdida de valor de sus adquisiciones, que en algún momento le llevaron a anular completamente (*writeoff*) su valor, en concreto Alpine en Austria. Por parte de Abertis también pesaron los precios pagados en alguna de sus adquisiciones como Sanef, lo que como resultado dio una pérdida de valor a finales del período.

Telecomunicaciones

Las adquisiciones de Telefónica en el período totalizaron 81.940 M €, prácticamente un 38% del total de las compras exteriores de las firmas españolas analizadas, mientras que el dividendo atribuible a su actividad exterior pasó de representar apenas un 16% al inicio del período a un 43% del dividendo total a finales de 2008. En total el dividendo distribuido a lo largo de este período atribuible a sus operaciones internacionales fue de 7.679M €, y la valoración de su negocio a finales de 2008 alcanzó los 57.713 M €. El conjunto hace que el rendimiento de estas inversiones sea negativo, como consecuencia de la alta cifra de adquisiciones, superior a la capitalización total de Telefónica en cualquier período excepto en 2007.

Tabla 10. Rentabilidad de las Adquisiciones Internacionales del Sector de Telecomunicaciones

Telecomunicaciones	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	(532)	(1.982)	(5.394)	(1.008)	(36.109)	(4.259)	(1.960)	(207)	(4.680)	(4.423)	(26.542)	5.156	0
Dividendos	503	628	0	0	0	0	1.239	1.834	2.461	2.707	3.103	4.234	4.564
% Internac.	16,5%	18,7%	n/a	n/a	n/a	n/a	35,1%	31,9%	31,3%	38,6%	34,1%	38,5%	42,8%
Div Internac.	83	118	0	0	0	0	435	585	770	1.046	1.057	1.630	1.955
Valoración													57.713
Total FC	(449)	(1.864)	(5.394)	(1.008)	(36.109)	(4.259)	(1.525)	378	(3.910)	(3.377)	(25.485)	6.786	59.669
TIR	N/A												

Fuente: Elaboración Propia

En este caso, mientras la valoración a final del período resulta muy razonable comparativamente con su capitalización total y el P/E promedio, la causa del rendimiento negativo estaría claramente en el valor pagado por sus adquisiciones, y en concreto las de peor performance, entre ellas Lycos y las licencias 3G. Igualmente ciertas inversiones en Argentina y Brasil realizadas previamente al *crash* de dichas economías en 1998 y 2001 respectivamente y que perdieron gran parte de su valor muy temprano en el tiempo.

Por tanto el desglose sectorial indica que dentro del bajo rendimiento de la inversión internacional a través de adquisiciones, el sector que produjo mayor retorno para los accionistas fue el bancario, seguido por la energía, mientras que la construcción y las telecomunicaciones dieron rendimientos negativos.

Dentro de los tres parámetros de la ecuación, precio pagado por las adquisiciones, dividendo obtenido de las mismas y valoración al final del período, es precisamente la diferencia existente entre el monto de adquisiciones y su valor a finales del período la causante de la baja rentabilidad de la inversión. Dado que el monto pagado por las adquisiciones es el reportado por cada una de las compañías y no está sujeto a variación, procedería revisar de nuevo la valoración realizadas con objeto de asegurarse de que esta es realista, lo cual puede comprobarse a la luz de los siguientes parámetros:

- La valoración calculada, 201,0 MM €, representa el 45,4% de la capitalización de esas empresas en 2007 y el 70,7% de la capitalización en 2008, frente a la proporción de ingresos obtenidos en el exterior de prácticamente el 47%. Por tanto está en línea incluso de la capitalización de 2007, la más alta en Bolsa de estas firmas hasta el momento (2014).
- Comparativamente con el resultado neto, dicha valoración compara con porcentajes de resultado neto (aproximado) proveniente del exterior que alcanzan el 41% en 2007 y el 45% en 2008, por tanto igualmente consistente con los mismos.

- Esta valoración probablemente es superior a la que en realidad corresponde al monto desembolsado por las adquisiciones internacionales, por cuanto, excepto en el caso de Repsol, incluye todo el negocio exterior de estas firmas, sin tener en cuenta que una parte del mismo provino únicamente de otro tipo de inversión directa diferente a la adquisición. Igualmente el monto de adquisiciones está algo infravalorado al considerar cero todas las anteriores a 1996.

Por consiguiente, entendemos que la valoración responde a parámetros razonables en el momento del tiempo en que se realiza.

6. Causas del rendimiento. Conclusiones.

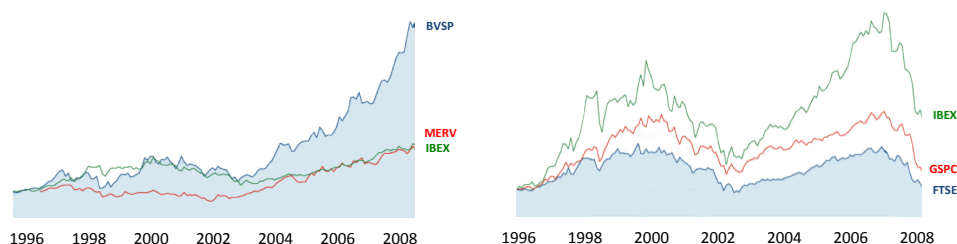
Una vez que el estudio ha puesto de manifiesto la baja rentabilidad para el accionista de las adquisiciones en el exterior, inferior al activo libre de riesgo y al rendimiento exigible al conjunto de estos valores, se hace preciso analizar las causas. A nuestro juicio las más importantes son las siguientes:

1. Precio y prima abonada por ciertas adquisiciones.
2. Tipo de cambio
3. Menor rendimiento relativo del negocio internacional frente al doméstico.

6.1. Precio y prima abonados por ciertas adquisiciones

Una de las características que afectó al monto de la inversión fue el hecho de que una buena parte de las adquisiciones se hicieron en momentos de auge bursátil con valoraciones eran altas. Ello aplica a ambos picos de adquisiciones, el de 1999-2000 en Latinoamérica y el de 2005-07 en Reino Unido y Estados Unidos, períodos ambos en los que las Bolsas de esos países alcanzaron puntas de valoración. Así, la primera ola de adquisiciones en Brasil, como Banespa (1999) y Telesp (1999), o en Argentina (YPF 1999), coincide con máximos del iBovespa de Sao Paulo y el Merval de Buenos Aires. El primero alcanzó los 18.000 puntos en febrero de 2000 para luego caer a los 8.000 en septiembre de 2002, mientras que el segundo, el Merval, se movió entre 400 y 600 puntos entre 1998 y 2000 para caer a los 200 puntos en 2002 tras la crisis de deuda. A pesar de este pico, no es menos cierto que, visto en perspectiva ambas Bolsas se recuperaron posteriormente de forma espectacular, sobre todo el índice brasileño que se multiplicó por 7 desde mínimos en apenas cinco años, por lo que no sería tan preocupante la posible sobrevaloración de dichas adquisiciones, salvo en casos puntuales reconocidos, como podría ser el de Banespa en cuya subasta de privatización el Santander pagó 2,5 veces más que el siguiente postor, lo que el propio banco reconoció como sobreprecio. Igualmente en Argentina, donde el valor de todas las adquisiciones previas a la crisis del corralito se redujo no solo por pérdida de valor, sino por la pérdida debida a la conversión a dólares, puesto que la moneda local perdió más de 2/3 de su valor durante esa crisis. Por consiguiente, si bien en general posiblemente las Bolsas de Latinoamérica en 1998-2000 no estaban altas en comparación con la década posterior 2000-10, sin embargo alguna de las adquisiciones puntuales realizadas, sobre todo las de Argentina, fueron severamente dañadas durante la crisis del país, lo cual impactó negativamente en la cotización de las firmas inversoras, y por tanto en el Ibex-35, si bien éste no fue más castigado que el resto de índices europeos, los cuales también cayeron en el período 2002-03 como consecuencia del estallido de la burbuja tecnológica y del ambiente bélico posterior a los atentados de Nueva York en 2001.

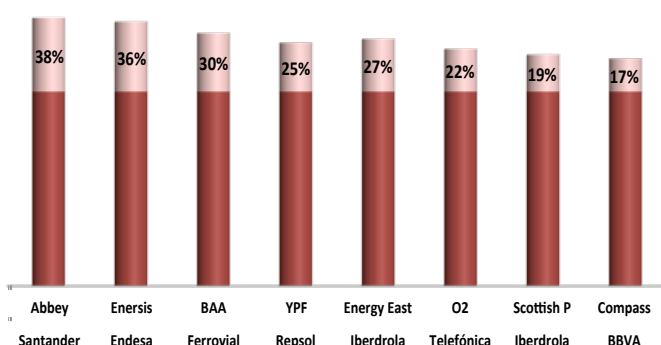
Figura 10. Índices Internacionales (1996-07)



Por consiguiente, la positiva evolución posterior de las Bolsas de estos países compensó en gran manera la posible sobrevaloración existente en los momentos de la compra así como la devaluación de sus respectivas monedas respecto al dólar, excepción hecha por supuesto de aquellas adquisiciones posteriormente expropiadas voluntaria o forzosamente, como el caso de YPF.

Más claro parece el sobrepago por las adquisiciones realizadas en Reino Unido y Estados Unidos entre 2005 y 2007, sobre todo a la luz de los acontecimientos posteriores. Efectivamente, durante ese período, además de la fuerte apreciación de la libra esterlina, el FTSE londinense oscilaba entre los 5.000 y los 6.000 puntos, alto en comparación con los 4.000 anteriores (2004) y posteriores (2008), y a un nivel similar al que cerró 2012, siete años más tarde. En este contexto de bonanza bursátil se realizaron adquisiciones de firmas como Abbey National (12.541 M €) en 2004, BAA (3.672 M €) en 2005, la operadora O2 (26.135 M €) en 2006, y Scottish Power (17.100 M €) en 2007. En total unos 60.000 M € de adquisiciones, que se realizaron a un nivel de precio considerable. Un patrón similar al que siguió la Bolsa de Estados Unidos, con el S&P 500 en máximos que solo se volvieron a sobrepasar, seis años más tarde, en 2012. En

Figura 12. Prima abonada por adquisiciones seleccionadas



Fuente: Elaboración propia a partir de Informes Anuales

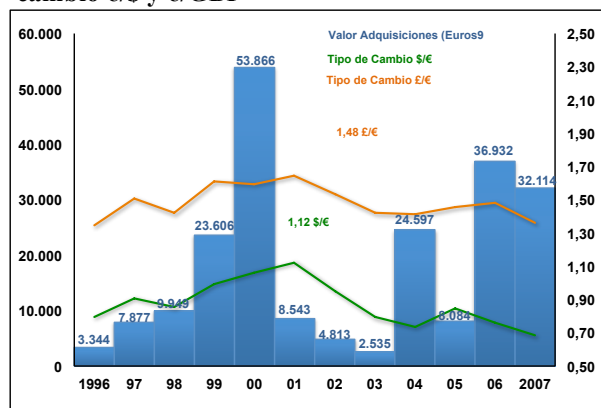
ese entorno se realizaron adquisiciones como las de Compass Bancshares (6.100 M €), Sovereign (2.300 M €) o Energy East (3.400 M €), que aunque de menor escala también se hicieron a precios altos. Evidentemente, este efecto del posible sobrepago se vio amortiguado cuando las adquisiciones se pagaron con acciones de la propia firma compradora, puesto que ésta cotizaba comparativamente más alto, como prueba la mayor revalorización durante el período del Ibex en comparación con el FTSE británico o el S&P estadounidense. Fueron los casos de Abbey, adquisición pagada mediante acciones del Santander, o de Scottish Power abonada parcialmente con acciones de Iberdrola; no así los de O2 o BAA pagados enteramente mediante apalancamiento.

Otro factor a añadir a lo anterior es la prima pagada por muchas de estas firmas, es decir el precio adicional abonado sobre su cotización en Bolsa, y que fue significativo en algunos casos. Destacar las prima abonadas por las mayores adquisiciones como la de Santander por Abbey (38%), la de Ferrovial sobre BAA (30%), la de Endesa sobre Enersis (36%), la de por Repsol por YPF (25%), la de, la de Telefónica sobre O2 (22%) la de BBVA sobre Compass Bancshares (17%) y la de Iberdrola sobre Sottish Power (19%) o Energy East (27%) (Figura 12). La suma de todas estas primas puede estimarse en 18.000 M € aproximadamente, que gravaron el monto de estas adquisiciones, realizadas a su vez en momentos de altas valoraciones bursátiles.

Por último, dentro del alto precio pagado por algunas adquisiciones, cabe destacar algunas puntuales cuyo resultado evidentemente fue negativo porque se perdió todo o gran parte de su valor. Entre las más significativas, las de Lycos por quien Telefónica ofreció 12.089 M € en 2000, pagando finalmente 5.583 M €, y cuyo valor quedó reducido prácticamente a cero tres años más tarde, las licencias 3G en Alemania e Italia por valor de 6.335 M € en 2002 y provisionadas completamente en 2004 o la adquisición de productoras como Endemol de las que la operadora española se deshizo con minusvalías. En cuanto a los bancos, caben destacar las pérdidas de valor producidas por la crisis argentina de 2002 o las provisiones que se vieron obligados a tomar por deterioro del fondo de comercio de sus adquisiciones en Estados Unidos a raíz de la crisis (1.700 M € por el banco Compass y 1.100 M € por Sovereign aproximadamente). Las eléctricas, sobre todo Endesa, también sufrieron pérdidas significativas por la crisis energética latinoamericana, que en algunos casos las forzó a realizar ampliación de capital y desinversión selectiva de activos. Por último, algunas adquisiciones sufrieron problemas regulatorios importantes que devaluaron la inversión durante un cierto período de tiempo, como fueron los casos de BAA en Reino Unido y Energy East en Estados Unidos. La suma de todos estos factores hizo que una serie de compras exteriores resultaran realmente costosas comparadas con su valor posterior.

6.2. Tipo de cambio

Figura 13. Cronología de adquisiciones y tipo de cambio €/\$/y €/GBP



La moneda funcional de las firmas españolas internacionalizadas es el Euro; sin embargo la mayoría de las adquisiciones realizadas en el exterior se pagaron en moneda diferente, fundamentalmente dólares en Latinoamérica y Estados Unidos, y libras esterlinas en el Reino Unido. Estas tres áreas geográficas fueron el destino mayoritario de las adquisiciones españolas, suponiendo más de un 80% del total. Por tanto es

relevante a qué tipo de cambio respecto al euro se hicieron estas adquisiciones en su momento comparativamente con el tipo al que se ha realizado la valoración y al promedio del período. Pues bien, puede afirmarse sin lugar a dudas que la mayoría de dichas adquisiciones se realizaron con un tipo de cambio significativamente más desfavorable que el promedio y al del final del período. Como puede apreciarse en la figura 13, las grandes firmas españolas se abordaron durante estos doce años dos

grandes oleadas de adquisiciones: la primera en 1999-2000 donde se realizaron las grandes inversiones en Latinoamérica (YPF, Banespa, Telesp, Bancomer, etc.) y la segunda en 2005-07 cuando se enfocaron en Europa y más concretamente en Reino Unido con la compra de la operadora O2, Lloyds Bank, BAA y la energética Scottish Power. En la primera ola de adquisiciones básicamente en dólares, el euro (EMU) se encontraba prácticamente en paridad con el dólar (1,00 en 1999 y 0,94 en 2000), frente a un cambio medio de 1,17 dólares por euro promedio durante el período o 1,39 en 2008 cuando están valoradas las adquisiciones, lo que equivale a decir que de haber comprado dichas empresas al tipo de cambio medio del período el ahorro hubiera sido aproximadamente de un 15% y si lo hubiera hecho al de 2008 un 28%. Si a lo anterior se le añaden las drásticas depreciaciones que durante ese período sufrieron monedas locales como el peso argentino o el real brasileño frente al dólar el impacto sería aún mayor. Por consiguiente, los más de 80.000 M € invertidos entre 1998-2001, más de un 35% de todas las adquisiciones analizadas se vieron seriamente afectadas por un tipo de cambio adverso de al menos el 15%. Una prueba de ello, fue la desinversión parcial de YPF por parte de Repsol en 2007 y 2009, cuando vendió en total un 42,55% de la compañía a un grupo argentino por 6.243 M \$, en línea con lo que pagó por ella (14.909 M \$ por el 97,8%); sin embargo en euros, la venta a un cambio promedio de 1,40 \$/€ representaría solo 4.459 M € frente a una cifra similar en euros de la compra, dado que el tipo de cambio euro/dólar en la adquisición era prácticamente paritario. Por tanto solo en esa transacción se perdió el equivalente a 1.800 M €, únicamente por efecto del tipo de cambio.

En cuanto a la segunda ola de adquisiciones en Gran Bretaña, por un valor aproximado de 62.000 M € en el período 2005-07, el tipo de cambio al que se hicieron dichas adquisiciones osciló entre los 1,36 y 1,48 €/£, lo que está en consonancia o incluso un poco mejor que el cambio medio del período. Sin embargo el problema se produjo cuando a raíz de la crisis económica la libra esterlina se depreció drásticamente, cerrando 2008 a 1,03, recuperándose ligeramente a partir de entonces hasta los 1,15-1,25 €/£, pero lejos del 1,45 que fue la media del período 1996-2007. Por tanto, hasta tanto no se produzca (si ello ocurre) una revalorización de la libra esterlina a los niveles anteriores a la crisis de 2008-09, la valoración de los activos adquiridos en Gran Bretaña se verá adversamente afectada en al menos otro 10% (1,25 sobre 1,45) debido al tipo de cambio.

Si bien puede argüirse que el tipo de cambio entre las monedas fluctúa a lo largo del tiempo y pueden incrementar o disminuir los resultados y el patrimonio neto de una empresa dependiendo del momento en que se analice; sin embargo cuando la depreciación o apreciación de una moneda es persistente, es decir se entiende que raramente volverán a tomarse los valores anteriores como en este caso sería la cotización del dólar por encima del euro que tuvo lugar durante la burbuja tecnológica por la enorme demanda de inversión en Estados Unidos, parece lógico ajustar las valoraciones al tipo de cambio.

6.3. Menor rentabilidad de las firmas adquiridas frente a la obtenida en el mercado interior.

Otro aspecto que puede ayudar a explicar la baja rentabilidad para el accionista de estas adquisiciones es la menor rentabilidad de las operaciones de las firmas adquiridas en

relación a la obtenida en las operaciones en España. Este fue el caso de las operaciones de Santander en Brasil donde sufrió márgenes especialmente bajos que fueron corrigiéndose a lo largo del tiempo, y también el caso de la mayoría de adquisiciones en países desarrollados, sobre todo Reino Unido y Estados Unidos. Así, a finales de 2007 el margen EBITDA/Ingresos de Telefónica en Europa (la mayoría procedente de la adquisición de O2) era del 35% frente al 45% en España, el EBIT/Ingresos de Iberdrola en Scottish Power era del 12% y en Energy East de apenas el 4% (en 2008) frente a casi el 18% en España. Bien es cierto que otras operaciones como las de BBVA o Santander en México y otros países de Latinoamérica generaron márgenes similares a los de España como consecuencia de la menor madurez del mercado; sin embargo en su conjunto el resultado atribuible a las operaciones internacionales estuvo por detrás de la cifra de ingresos en términos porcentuales. Por sectores, tanto las eléctricas como las telecomunicaciones vieron sus márgenes reducidos por efecto de las adquisiciones internacionales, no así en el caso de la banca, donde a finales de 2007 sus operaciones en Latinoamérica resultaron más rentables que en España, incluso en ese momento álgido del ciclo en nuestro país. Asimismo también dentellearon los márgenes problemas regulatorios a en los mercados de destino, como fue el caso de la congelación de tarifas en Argentina, que afectó a Telefónica y las eléctricas en Argentina durante la pesificación de 2002, o bien la falta de inversión pública en algunos países de Centroamérica que provocó la salida de Unión Fenosa, sin contar los problemas de expropiación en Bolivia o la propia Argentina, así como presiones para la salida de la inversión como en el caso de Venezuela o Ecuador.

Como resumen de todo lo anterior puede afirmarse que la falta de rentabilidad para el accionista de las firmas españolas adquirientes en el exterior puede explicarse de una parte por el alto precio pagado por las firmas extranjeras, en momentos álgidos de valoración bursátil y a tipo de cambio desfavorable, y de otra a un cierto menor performance de éstas en comparación con las operaciones del mercado interior. En cuanto a la sobrevaloración, ésta es parte inherente de los procesos de adquisición, en los que la toma de control de una compañía requiere el pago de una prima y en los que el momento en que se realizan suele coincidir con ciclos expansivos lo que hace que las valoraciones sean altas en función de las favorables expectativas de beneficios. En lo que se refiere a la rentabilidad de las operaciones extranjeras, el hecho de que algunas se encontraran en mercados maduros como Reino Unido o Estados Unidos, con márgenes inferiores, lastró el resultado (como porcentaje de ingresos) de las firmas compradoras, sobre todo el caso de las eléctricas o las telecomunicaciones. De igual forma, hubo determinadas operaciones en ciertos países emergentes como Brasil o Argentina que tampoco rindieron lo que cabría suponer en función del grado de desarrollo del mercado. Para darse una idea de magnitud, un desglose aproximado del impacto en los precios de adquisición de las circunstancias descritas anteriormente podría ser el siguiente:

- Prima pagada sobre el precio:	18 MM €
- Pérdida inmediata de valor:	12 MM €
- Efecto del tipo de cambio:	28 MM €
- Impacto de márgenes inferiores:	7 MM €
- Efectos repetidos:	(6)MM €
- TOTAL	49 MM €

Es decir, estas adquisiciones las hubiera realizado el accionista sin pagar prima, al tipo de cambio medio del período y en firmas de igual margen al de los negocios en España, su monto habría sido aproximadamente unos 49 MM € inferior al que se pagó por ellas, equivalente a un 23% del valor total. Si se excluye la prima pagada, algo que parece inevitable, se estaría hablando de un 16% de reducción (35 MM €). En este caso, el rendimiento resultante se incrementaría hasta niveles del 5-5,2%, que si bien quedaría lejos de los rendimientos del mercado bursátil, al menos se aproximaría al rendimiento promedio del bono a 10 años, paliando sin duda la destrucción de valor que se observa en el análisis realizado.

Bibliografía

Archarya y Pedersen. (2005) Asset Pricing with liquidity risk. .Journal of Financial Economics.

Bunn, Shiller (2013). A Historical Analysis of Sectors within the US Stock Market. Working Paper.

Campbell and Shiller, (1998). Stock Prices, Earnings and Expected Dividends, Journal of Finance. July 1998. 43 (3), 661-76

Campbell, J. Y., Shiller, R. J., Winter (1988). Valuation Ratios and the Long-Run Stock Market Outlook, Journal of Portfolio Management, 11-26.

Campbell, John Y. (Agosto 2000) “Asset Pricing at the Millennium.”Journal of Finance, 55(4), pp. 1515-67.

Campa JM y Hernando I. (2005). M&As Performance in the European Financial Industry, IESE Business School y Banco de España.

DeYoung, D., Evanoff, D. y P. Molyneux. (2009) “Mergers and Acquisitions of Financial Institutions: A Review of the Post-2000 Literature”, Journal of Financial Services Research, Vol. 36, Issue 2-3, 87-110, Diciembre.

Datta, D. K. y Puia, G. (1995): “Cross-border Acquisitions: An Explanation of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Creation in U.S. Acquiring Firms”, Management International Review, vol 35, nº 4, pp. 337-359.

Di Giovanni, Julian & McCrary, Justin & Wachter, Till von, (2005). "Following Germany's Lead: Using International Monetary Linkages to Identify the Effect of Monetary Policy on the Economy," IZA Discussion Papers 1495, Institute for the Study of Labor (IZA).

Di Giovanni, J., (2005), “ What drives capital flows? The Case of Cross-Border M&A Activity and Financial Deepening”, Journal of International Economics, 65, pp. 127-149.

Fama, E.F. y K.R. French, (1998). Value versus Growth: The International Evidence. Journal of Finance 53, 1975-1999

Fernández Pablo, Carabias José María,(2006) Creación de valor para los accionistas de ENDESA, IESE Business School.

Fernández Pablo, Carabias José María (2007) Creación de valor para los accionistas de Unión Fenosa, IESE Business School.

Fernández Pablo, (2005) Creación de valor para los accionistas: definición y cuantificación, Business Review Universia.

Financial Times (24 marzo 2003) The Lex Column. “Counting the Cost”.

Financial Times (Agosto 2012) Don't put faith in Cape crusadeers.

Focarelli, Dario, and Alberto Pozzolo (2005) Where Do Banks Expand Abroad? An Empirical Analysis. *Journal of Business*, 78(6), 2435-63.

Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., Zulehner, C. (2003), "The Effects of mergers: An International Comparison". *International Journal of Industrial Organization*, 21 (5): 625-653.

Jensen M. C., (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover", *American Economic Review*, Vol. 76 pp. 323-329.

La Porta, R.; López-de-Silanes, F.; Shleifer, A. (1997): "Legal determinants of external finance". *Journal of Finance*, vol. 52, págs.: 1131-1150.

Lintner, John. 1965b. "Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification." *Journal of Finance*. 20 Diciembre, pp. 587-615.

Lintner, John. (1965). The Valuation of Risk Assets an the Selection of Risk Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets. *Review of Economics and Statistics*, vol. XLVII, 1, febrero, pp. 13-37.

Milla Gutiérrez, Artemio(2010) Creación de Valor para el accionista, Ediciones Díaz de Santos.

Mitchell, M.L. & Stafford, E., (2000). Managerial Decisions and Long-Term Stock Price Performance. *Journal of Business* 73, 287-320

Morck, Randall & Yeung, Bernard, 1992. "Internalization : An event study test," *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 33(1-2), págs. 41-56, Agosto

Mulhrerim J.H., Boone Audra L., (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance* 6 (117-139)

Nitsch et al. (1996) Entry mode and performance of Japanese FDI in Western Europe. *Management International Review* 36, 27-43

Roll, R. (1986): "Assessing Competition in the Market For Corporate Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, vol 11, pp. 141-153.

Rossi, S., & Volpin, P. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*, Vol. 74, Issue. 2 November pp. 277-304.

Sathyajit R Gubbi et al (2010). Do international acquisitions by emerging-economy firms create shareholder value? The case of Indian firms. *Journal of International Business Studies* (2010) 41, 397-418

Sharpe, W., (1963). A simplified model for portfolio analysis. *Management Science*, 2, pp. 277-293.

Stern Stewart & Co (1991) *The Quest for Value. The EVA Management Guide*. Harper Business.

Stern & Stewart en 1991, *Economic Value Added, EVA ®*, p. 2

Sharpe, William F. 1964. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk." *Journal of Finance*. September, 19, pp. 425–42.

Shleifer Andrei & Vishny, W.(1989). "Increasing Returns, Durables and Economic Fluctuations," NBER Working Papers 3014, National Bureau of Economic Research, Inc.

Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W., (1989). "Management entrenchment : The case of manager-specific investments," *Journal of Financial Economics*, vol. 25(1), pages 123-139, November.

Shiller, R. J. (2000) *Irrational exuberance*. Princeton University Press. March 2000.

Shiller R.J. (1996). *Price Earnings Ratios as Forecasters of Returns: The Stock Market Outlook in 1996*. 29/04/1996

Siegel, J.L. (2009) *The S&P Gets Its Earnings Wrong*, *The Wall Street Journal*. Febrero, 25. 2009. p. A13

Siegel, J. L. (2013) *The Shiller CAPE Ratio: A New Look*. Q Group Presentation. Octubre 2013, pp. 11, 12.

Siegel, J. L. (2014). *Cape Crusaders: The Shiller-Siegel Shootout at the Q Group Corral*. *American Perspectives*.Feb. 8,2014

Treynor, J. L. 1962. "Toward a Theory of Market Value of Risky Assets." Unpublished manuscript. Final version in *Asset Pricing and Portfolio Performance*, 1999, Robert A. Korajczyk, ed., London: Risk Books, pp. 15–22.

Treynor (1965). *How to rate managemet of investment funds*. *Harvard Business Review*, enero - febrero, pp. 63-75.

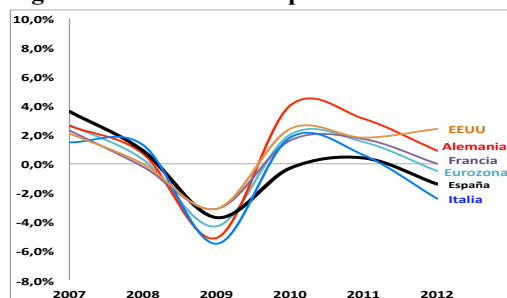
10. Comportamiento de las firmas internacionalizadas frente a la crisis económica y financiera (2008-2012)

1 – La crisis 2008-09. Aspectos macroeconómicos en relación a las firmas internacionalizadas.

1.1. Consideraciones macroeconómicas. Impacto de la crisis en los países receptores de la inversión española.

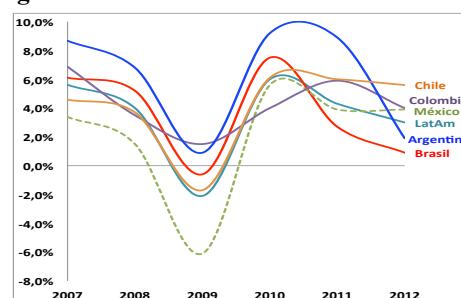
La crisis financiera iniciada en Estados Unidos a mediados de 2007, y que tan severamente afectó a las economías desarrolladas durante el período 2008-09, erosionó en distinta medida los resultados de las firmas españolas internacionalizadas, en función del sector de actividad y de su diversificación geográfica. Como algunos estudios¹⁶² apuntaban, a diferencia de las periódicas recesiones asociadas al ciclo económico, la naturaleza financiera de esta última hizo que su duración fuera superior, prolongándose más allá de 2009 en aquellos países como los de la Europa periférica con fuertes déficits presupuestarios y burbujas inmobiliarias. En el caso de España, la situación de equilibrio de sus finanzas públicas y su particular posición de bajo endeudamiento previo a la crisis, hicieron que la desaceleración durante el período 2008-09 fuera de menor intensidad que en países como Alemania o Italia, cuyas economías llegaron a registrar caídas superiores del 5% en su fase más aguda (Figura 1). Sin embargo, a pesar de esta ventajosa posición de partida, la dilación en abordar los desequilibrios generados durante el ciclo alcista unida a la severidad de la recesión, hizo que en tan solo dos años se pasara de un superávit presupuestario del 2,2% del PIB a un déficit del 11,4%), lo que redujo sensiblemente la capacidad de maniobra para el período posterior (2010-12). Frente a la sólida recuperación de los países centrales de la zona euro, como Alemania, con crecimientos del 4,0% y 3,1% en 2010 y 2011 respectivamente, la economía española descendió un 0,3% en 2010, repuntando un tímido 0,4% en 2011 para volver a caer de nuevo un 1,4 % en 2012, de tal forma que aquí se concatenaron dos crisis: la primera, 2008-09, como parte de una recesión global de los países desarrollados y la segunda, a partir de 2010, ligada a inestabilidad de la zona euro y a los propios desequilibrios acumulados por la economía nacional. En base a su diferente naturaleza, se analizan separadamente.

Figura 1. Variación PIB países desarrollados



Fuente: BdE

Figura 2. Variación PIB Latinoamérica



Fuente: Cepal

¹⁶² De la Dehesa G. La primera gran crisis financiera del siglo XXI.

Por lo que se refiere a países destinatarios de la inversión española, mientras Reino Unido y Estados Unidos fueron arrastrados de lleno por la primera crisis, la caída de Latinoamérica fue mucho más atemperada y de menor duración. Mención especial merece Brasil, la mayor economía de la región, cuyo PIB en 2009, el peor año de la recesión, tan solo descendió un 0,6%, caída que recuperó con creces al año siguiente cuando repuntó un espectacular 7,5%. Similar comportamiento tuvieron las economías de Argentina, Colombia o Chile, quedando México como la excepción (-6,9% en 2009), debido de una parte a su mayor interdependencia con Estados Unidos, y de otra al grave episodio de gripe A que se dio en el país y que afectó a diversos sectores, fundamentalmente al turismo (Figura 2). A diferencia de anteriores recesiones en la región, en ésta concurren especiales circunstancias que atenuaron la caída, entre ellas su recién estrenado status de economías emergentes y sobre todo el buen comportamiento del precio de las materias primas (*commodities*), que si bien retrocedió ligeramente en lo más agudo de la crisis, sin embargo se recuperó rápidamente ante la fuerte demanda de China¹⁶³. Paralelamente y animados por la estabilidad política y los altos tipos de interés, un gran volumen de inversiones financieras antes destinadas a países desarrollados cambiaron de rumbo hacia Latinoamérica, lo que dio lugar a novedosos episodios de *carry trade*, con los inversores tomando prestado a tipos bajos (a finales de 2009 la Reserva Federal de EEUU tenía los tipos entre el 0 y el 0,25%), e invirtiéndolos en países como Brasil a tipos nominales altos (8,75%). Ello contribuyó a la apreciación de sus monedas, obligando a intervenir a sus gobiernos ante el riesgo que dicha apreciación suponía para sus exportaciones¹⁶⁴. En este contexto los flujos de IED hacia la región siguieron creciendo, marcando un record histórico en 2008 y descendiendo, aunque solo ligeramente, en 2009 como consecuencia de la desaceleración de las economías desarrolladas.

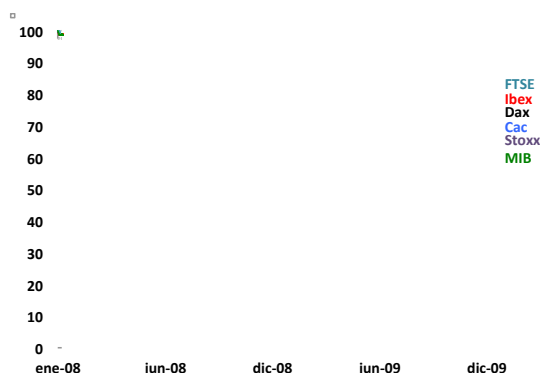
1.2. Las firmas españolas frente al nuevo entorno económico

Como se ha apuntado, la intensidad de la bonanza anterior hizo que la crisis en España fuera percibida más tarde, y durante la primera parte de 2008 las firmas internacionalizadas continuaron con su proceso de expansión exterior, que únicamente frenaron tras la caída de Lehman en septiembre de dicho año. Si bien, en conjunto, la IED descendió sobre las cifras históricamente altas de 2007, sin embargo no lo hizo como hubiera cabido esperar, superando los 47.000 M €, de los cuales más del 60% fueron adquisiciones, una cifra que superaba la de períodos de crecimiento como 2005. Incluso ese mismo año se iniciaron operaciones corporativas de gran calado como la fusión de Gas Natural y Fenosa, culminada en 2009, que denotaban confianza en una temprana recuperación económica. A este movimiento, contrapuesto al repliegue que sufrió la actividad de M&A en todo el mundo, contribuyó en cierta forma la resistencia apuntada de alguna de las principales economías de destino de las grandes firmas españolas, sobre todo Brasil, cuyos índices bursátiles cayeron menos que los de los países desarrollados, lo que provocó que la pérdida de valor de las empresas españolas internacionalizadas y el Ibex en su conjunto fuera inferior a la de sus homólogos europeas (Figuras 3 y 4).

¹⁶³ Aunque descendió sobre el pico de 2007, el precio de los metales y del petróleo a finales de 2008 se situaba a niveles de 2005, aún muy por encima de sus históricos. Ronconi et al. América Latina frente a la crisis internacional: características internacionales p.14

¹⁶⁴ Financial Times 27-09-2010. Brazil in currency war alert.

Figura 3. IBEX vs Índices Europeos (2008-09)



Fuente: Datastream

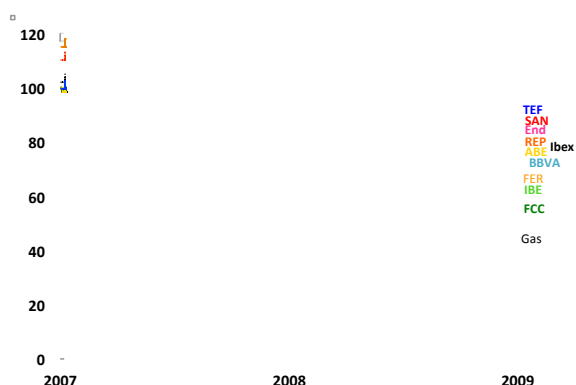
Figura 4. Brasil (Ibovespa) vs. EEUU (S&P 500)



Fuente: Yahoo Finance

En total, a lo largo de la primera crisis (2008-09), la pérdida de capitalización de las grandes firmas estudiadas fue de un 17,8 % (75.600 M €), frente a un 21,4% del Ibex-35 y un 32,6% del Eurostoxx-50, lo que pone de manifiesto el mejor comportamiento de estas firmas frente al resto de competidores nacionales, y sobre todo respecto a los europeos. Esta mayor resistencia fue atribuible fundamentalmente a los dos grandes bancos, así como a Telefónica y Repsol, y no tanto a constructoras y eléctricas que vieron mermadas sensiblemente sus cotizaciones. Esta resistencia vendría explicada por

Figura 5. Firms internacionalizadas vs Ibex (2007-09)



Fuente: Datastream

varios factores: (1) la ya apuntada menor exposición de estas compañías a los mercados desarrollados, más castigados por la recesión que otras regiones como los de Latinoamérica, cuya recuperación fue mucho más rápida y que contribuyó al soporte de las cotizaciones, como en los casos de Telefónica y Santander, (2) el aplazamiento hacia años posteriores de las necesarias provisiones en los balances de los bancos, algo que sí hicieron los competidores europeos en este período concreto y que sin duda favoreció la cotización de los dos grandes bancos internacionalizados respecto a sus pares del Viejo Continente, y (3) el mayor

endeudamiento, en gran parte motivado por la expansión internacional de los años anteriores, que presionó a la baja el precio de aquellas firmas más expuestas a la deuda, como algunas *utilities* y sobre todo las constructoras, que comenzaron a despertar dudas en el mercado respecto a su capacidad de refinanciación en las nuevas circunstancias.

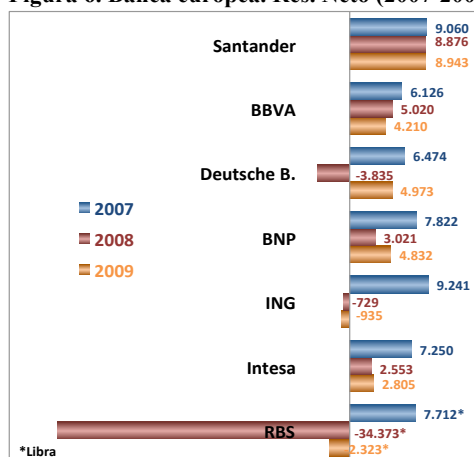
Por consiguiente puede afirmarse que, en el contexto de esta primera crisis de carácter global, los tres grandes valores, Telefónica, Santander y BBVA, tuvieron un comportamiento bursátil claramente superior al índice, debido fundamentalmente a su diversificación en Latinoamérica, que como región emergente quedó en gran medida a salvo de la recesión. No fue este el caso de las *utilities* y constructoras internacionalizadas, que a pesar de su diversificación sufrieron los efectos de la crisis, tanto por el descenso de su actividad como por su alto endeudamiento.

2. Impacto de la crisis 2008-09 en las firmas internacionalizadas. Comparación con los competidores nacionales y europeos.

2.1. Sector Financiero

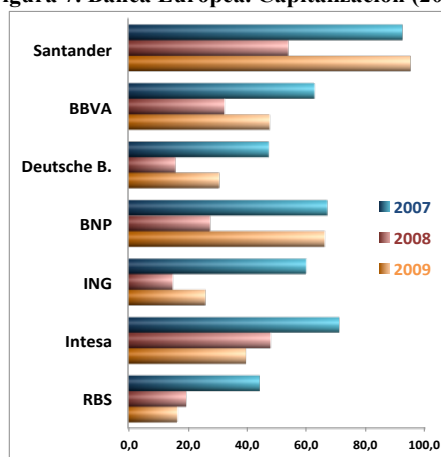
El sector financiero mundial, origen de la propia crisis, fue inicialmente el más castigado, produciéndose la quiebra o el rescate con dinero público de numerosas instituciones en Estados Unidos y otros países desarrollados, con excepción de España, que por entonces lo juzgó innecesario. No obstante, con idea de fortalecer su estructura de capital, los dos grandes bancos españoles decidieron abordar emisiones bien de acciones ordinarias o preferentes, o bien de deuda convertible. En este sentido, las operaciones más relevantes fueron la macro ampliación de capital 7.200 M € que el Grupo Santander realizó en Noviembre de 2008 y la emisión de bonos obligatoriamente convertibles por parte de BBVA también en 2008. Ambas operaciones contribuyeron a mejorar el *core capital* de ambas entidades, de forma que a finales del año siguiente, el capital de calidad de BBVA se había incrementado hasta el 8,0 % mientras que Santander terminó dicho ejercicio en el 8,6%, un 2,6% superior al exigido por Basilea II. Con objeto de salvaguardar su liquidez y no dañar dichos parámetros, ambos bancos realizaron sucesivas ampliaciones de capital para adquisiciones puntuales, como Alliance & Leicester en el Reino Unido o los pagos de Sovereign y Banco Real o de Consumer Finance USA (2009 por 608 M €) por parte de Santander. El hecho de tratarse de entidades que operaban en el segmento minorista con menor exposición a banca de inversión, así como su diversificación geográfica en países emergentes contribuyó a que sus resultados durante esta primera crisis no sufrieran tanto como sus homólogos europeos, sometidos a un fuerte proceso de saneamiento. Como consecuencia de ello, mientras en 2008 una buena parte de competidores europeos como el alemán Deutsche Bank o el holandés ING entraban en pérdidas y otros como la francesa BNP o el italiano Intesa-San Paolo rebajaban a más de la mitad su beneficio respecto a 2007, tanto Santander como BBVA mostraron un incremento de resultado en prácticamente todas las áreas, debiéndose únicamente la disminución del beneficio a operaciones extraordinarias no recurrentes¹⁶⁵.

Figura 6. Banca europea. Res. Neto (2007-2009)



Fuente: Informes Anuales

Figura 7. Banca Europea. Capitalización (2007-2009)



¹⁶⁵ El beneficio atribuible del Banco Santander en 2008 disminuyó debido al beneficio extraordinario de 2.264 M euros en 2007 por la venta de inmuebles, fondos de pensiones en LA y 1,8% de Intesa San Paolo, mientras que en BBVA lo hizo por una provisión de 837 M de euros para prejubilaciones y 415 M para el fraude de Madoff. En ambos casos ítems no recurrentes

Especialmente significativas fueron las pérdidas de alguno de los más prestigiosos bancos europeos como el Royal Bank of Scotland (RBS), anteriormente ligado al Santander, y que se vio obligado a anular en su totalidad el fondo de comercio generado por la adquisición de ABN Anro el año anterior, lo que unido a las provisiones requeridas por el deterioro de su actividad ordinaria, elevó las pérdidas a más de 34.000 M £, obligándole a una masiva ampliación de capital que fue suscrita por el Tesoro Británico, quien se hizo con la mayoría de las acciones del banco (84,4% a finales de 2009) (Figura 6). No obstante lo anterior, hubo en 2009 dos áreas geográficas que afectaron negativamente a los resultados operativos de las entidades españolas, en concreto México y Estados Unidos; el primero afectado por la crisis de gripe A y el segundo por la hipotecaria. En este último, BBVA registro pérdidas por valor de 1.071 M €, mientras que en México su resultado disminuyó en un 30% respecto a 2008, descensos ambos que compensó con los menores extraordinarios registrados ese año. En el caso del Santander, debido a la menor dimensión de sus operaciones en Norteamérica, el impacto fue mucho más moderado y además se vio compensado por el auge de las operaciones en Reino Unido y Brasil, una vez se consolidó completamente Banco Real, adquirido a finales de 2007. Todo ello le permitió reportar en 2009 un beneficio atribuible incluso superior al de 2008, de forma que en el conjunto de ambos ejercicios, 2008 y 2009, Santander incrementó un 44% sus ganancias en Latinoamérica, un 43% en Reino Unido y un 11% en España, aumentando el resultado de sus áreas operativas en un 18%, algo que ningún otro banco de la eurozona había logrado. En el caso del BBVA, entre 2007 y 2009, el beneficio de operaciones disminuyó un 24%, debido en gran parte a las pérdidas registradas en EEUU, y menor rentabilidad de México, quedando España prácticamente igual (Figuras 8 y 9). Como consecuencia, el beneficio proveniente del exterior tuvo perfiles contrapuestos, incrementándose en el caso del Santander y disminuyendo en el del BBVA, si bien computado en conjunto el resultado de operaciones creció, representando el beneficio exterior un 66% del total para la suma de ambos bancos (figuras 8 y 9).

Fig 8. Santander. Beneficio Neto por área geográfica

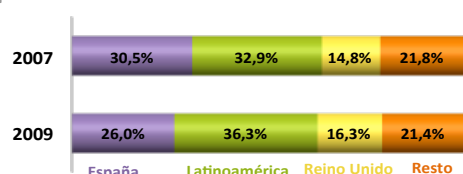
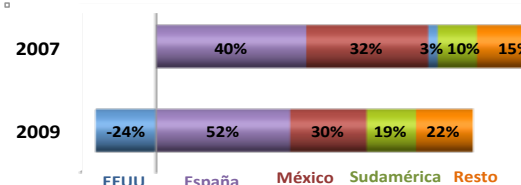


Fig 9. BBVA. Beneficio Neto por área geográfica

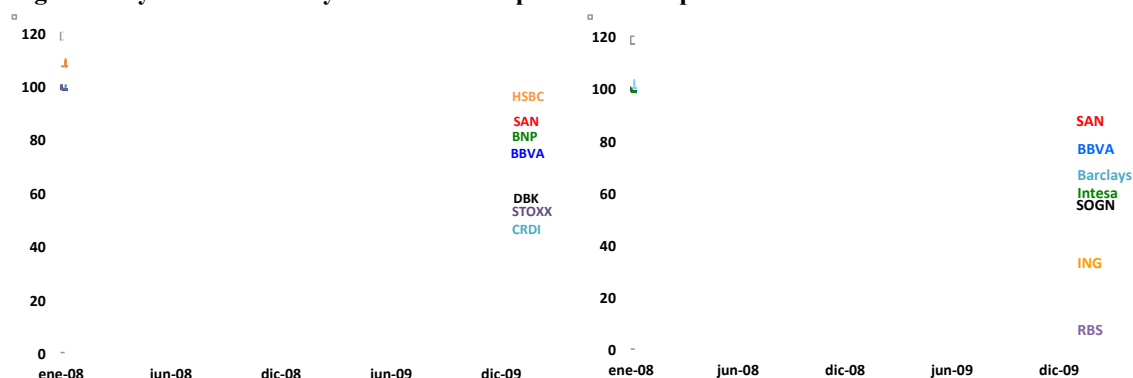


Fuente: Informes Anuales

El comportamiento bursátil de ambas entidades durante este período estuvo en línea con sus resultados, de forma que a finales de 2009 el Santander se había convertido en el banco con mayor capitalización de la eurozona y de los pocos que la había logrado incrementarla sobre los niveles de 2007. En lo que concierne a BBVA, si bien perdió un 24% de su valor en Bolsa por las circunstancias aludidas, sin embargo debe notarse que fue uno de los bancos que mejor se recuperó a lo largo de 2009. En cuanto al precio por acción, su evolución para ambas entidades fue sensiblemente mejor a la de sus homólogos europeos, con excepción de HSBC, probablemente el banco más diversificado geográficamente, y que no requirió ampliación de capital alguna durante la crisis. En el conjunto de ambos años, la acción de Santander descendió aproximadamente un 15% por un 23% la de BBVA. Únicamente HSBC con tan solo un descenso del 4% y BNP con un 24% se mantuvieron en línea con los españoles,

mientras el resto perdió entre un 40 y un 50% de su valor, excepción hecha de ING y Royal Bank of Scotland, cuyos descensos del 66% y 92%, lesionaron gravemente los intereses de sus accionistas. (Figuras 10 y 11).

Figuras 10 y 11. Santander y BBVA vs. Competidores europeos



Fuente: Datastream

De todo lo anterior puede concluirse que hubo dos factores que diferenciaron el comportamiento de los bancos españoles frente a sus homólogos europeos durante esta crisis: de una parte el saneamiento abordado por estos últimos que produjo un serio quebranto en sus cuentas y de la otra, la mayor internacionalización en países emergentes de los bancos españoles, que hizo que sus resultados globales no se deterioraran tanto como los de sus homólogos. Y si bien es cierto que, en cuanto al primero, las provisiones en España fueron mucho menores a las que luego demostraron serían necesarias,^{166 167} lo que pudo haber elevado artificialmente el resultado de ambos bancos durante el período; también es justo afirmar que si, en lugar de un incremento del resultado doméstico como se dio, se hubiera producido una disminución, la posición internacional de ambos bancos en el exterior la habría atenuado en gran medida. Esta afirmación es más aplicable al Banco Santander, cuyo rendimiento internacional fue netamente positivo, sobre todo por Brasil y Reino Unido, y lo es menos a BBVA, que vio como sus áreas internacionales más relevantes, México y Estados Unidos, recortaban sus resultados significativamente, lo que afectó finalmente al precio de su acción. Por consiguiente, aún sin llegar a cuantificarse con exactitud, sí puede afirmarse que la internacionalización en Latinoamérica evitó un mayor deterioro en los resultados de los grandes bancos españoles durante la primera crisis (2008-09) e hizo que su comportamiento bursátil fuera mejor que el de sus principales competidores europeos.

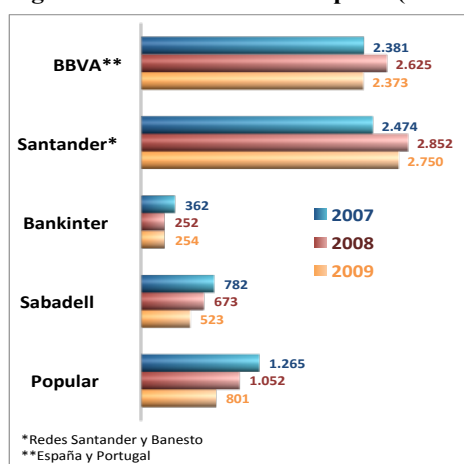
En lo referido a sus competidores españoles, durante esta primera crisis, salvo la absorción por parte del banco Popular de sus bancos filiales y una ampliación de capital de Bankinter en 2008 por valor de 361 M €, no se produjeron movimientos corporativos de importancia, que quedaron postergados hasta 2010-12 cuando el sector se reorganizó en profundidad, bien con intervención directa del Estado bien a través de fusiones y adquisiciones. El estallido de la burbuja inmobiliaria en 2008 afectó en mayor o menor medida a todas las entidades, si bien en general el sistema financiero aguantó razonablemente bien esta primera oleada de la crisis y fue solo a partir de abril de 2009 cuando empezaron a detectarse deterioros en los balances de algunas entidades que

¹⁶⁶ Juan, Aristóbulo. Si no se inyecta más capital a la banca, no habrá crédito. El País, 12-04-2013

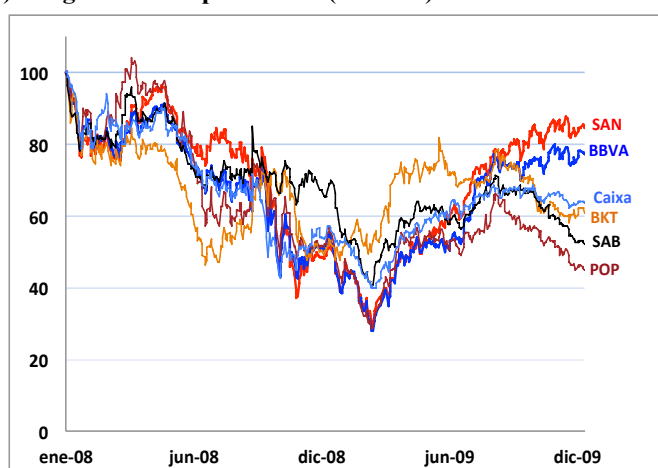
¹⁶⁷ Garrido Torres, A. La actuación de las autoridades españolas frente a la crisis financiera. Revista de Estudios Empresariales. Num 2. Abril 2012.

podían comprometer su viabilidad futura¹⁶⁸. Entre los bancos medianos, Popular fue el banco más afectado por la crisis inmobiliaria dada su alto volumen de crédito hipotecario, mientras que Sabadell y sobre todo Bankinter quedaron menos expuestos al mismo. A finales de 2009, se estimaba que los principales bancos y cajas de ahorros tenían en su cartera un stock de inmuebles de aproximadamente 15.000 M €, consecuencia de las dificultades de las empresas inmobiliarias, cuya deuda hipotecaria ascendía a unos 325.000 M €, habiendo dotado en libros entre el 20 y 25% de su valor¹⁶⁹, unas dotaciones que con la prolongación de la crisis se volvieron insuficientes. En total durante ambos años las provisiones tomadas por los tres bancos medianos totalizaron 4.167 M € (1,66% de activos medios), frente a 4.544 M (0,99% sobre activos medios) de BBVA y Santander conjuntamente, un cifra similar en valor absoluto pero inferior porcentualmente, por lo que el beneficio atribuible de los bancos medianos cayó proporcionalmente mucho más que el de los bancos grandes. Mientras Popular, Sabadell y Bankinter disminuyeron su resultado un 34% entre 2007 y 2009 Santander y BBVA lo incrementaron un 5% en España (Figura 12), reduciéndolo un 13,4% en total, debido a las provisiones de BBVA en Estados Unidos. Como consecuencia, las acciones de los dos grandes sufrieron mucho menos que los de sus competidores domésticos de menor tamaño (Figura13).

Fig.12 .Resultado Neto en España (2007-09) Fig. 13 Precio por acción (2007-09)



Fuente: Informes Anuales



Fuente: Datastream

Por consiguiente, tras este análisis, puede afirmarse que tanto comparativamente con sus competidores europeos como con los nacionales el comportamiento de las cotizaciones de los dos bancos españoles internacionalizados fue claramente superior tanto en cuanto al resultado de sus operaciones como al comportamiento del precio de sus acciones, a lo que contribuyó su diversificación geográfica, sobre todo en Latinoamérica.

2.2. Sector Energético

La energía, habitualmente un sector defensivo, en esta primera fase de la crisis sin embargo se vio más afectado en sus cotizaciones que los dos grandes bancos. Las

¹⁶⁸ Salgado Elena. Comisión de Economía del Congreso. El País 26-07-2012.

¹⁶⁹ El Banco de España estudia elevar las provisiones para cubrir el riesgo de los activos inmobiliarios. Diario Expansión 21-02-2010

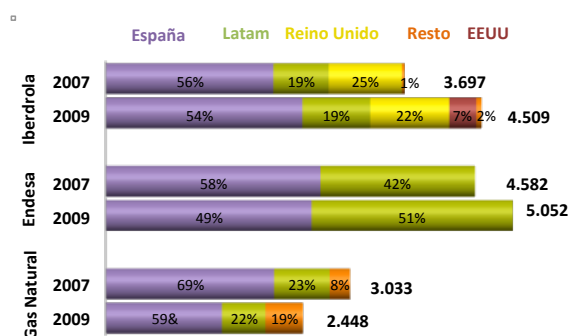
acciones de Endesa (-17%) fueron sin duda las de mejor comportamiento, mientras que las de Repsol (-33%) Iberdrola (-36%) y sobre todo Gas Natural (-56%), afectada por la fusión con Unión Fenosa, cayeron en bastante mayor medida si bien en línea con sus competidores europeos. Dicha fusión se produjo en julio de 2008 tras la compra a ACS por parte de la gasista del 45,3% de la eléctrica gallega, para posteriormente lanzar una OPA por el resto y convertirse así en la segunda mayor compra en la Bolsa española, tras la adquisición de Endesa por Enel. El 15% de prima abonada supuso valorar Fenosa en torno a los 16.500 M €, a un múltiplo de 7,5 veces Ebitda, superior al que Enel pagó por Endesa (6 x Ebitda) lo cual pesó en la cotización de Gas Natural, a quien las principales agencias de rating rebajaron la calificación, al considerar que la operación de compra debilitaba de manera material su perfil financiero tanto por las dimensiones de la oferta, como por la consolidación de la deuda de Unión Fenosa y el incremento de los riesgos de refinanciación¹⁷⁰. Por su parte, Iberdrola, cuyo valor había despuntado en los últimos años de bonanza sacando a Bolsa su filial Iberdrola Renovables, sufrió en su cotización no solo por la ralentización del sector de energías limpias sino también por el peso del fuerte endeudamiento contraído tras la adquisición de Scottish Power.

En término de resultados operativos, tanto Iberdrola como Endesa los mejoraron entre 2007 y 2009, creciendo su Resultado de Explotación (EBIT) un 22% y un 10% respectivamente; incremento que en el caso de Endesa puede atribuirse al buen comportamiento de sus operaciones en Latinoamérica, que en estos dos años crecieron un 30%, compensando la caída de un 4% en España y pasando a representar un 49% del resultado total de la operadora frente al 42% en 2007. Por tanto en este caso la diversificación geográfica ayudó claramente. Por el contrario, en el mismo período Iberdrola creció más en el propio mercado doméstico que en el internacional, incrementando su resultado operativo un 22% en España, un 10% en Latinoamérica y un 4% en Reino Unido, lo que hizo que proporcionalmente el porcentaje de beneficio procedente del mercado doméstico se situara en un 58% del total (Figura 14). Por su parte Gas Natural Fenosa disminuyó su resultado un 33% sobre el que representaba la suma de ambas compañías por separado en 2007, si bien dichos resultados no resultan comparables, debido al distinto perímetro de negocio que representan como consecuencia del programa de desinversiones impuesto por la Comisión Nacional de la Competencia con motivo de la fusión y que incluía la venta de diversos puntos de distribución de gas en España por 1.130 M €. Aparte, la nueva compañía unificada vendió una parte de los activos de generación en México por 1.019 M € y la colombiana Epsa por 748 millones, además de diversas participaciones minoritarias en otras firmas, en un programa de desinversiones que aportó más de 4.000 M € a la nueva empresa fusionada, reduciendo así su volumen de deuda. Por consiguiente excluyendo esta situación particular, puede afirmarse que el resultado operativo de las eléctricas españolas durante el período 2007-09 no sufrió de forma significativa (Iberdrola de hecho lo aumentó), y el peso de las operaciones internacionales se incrementó respecto a 2007 como consecuencia del mejor comportamiento de estas últimas en conjunto, excepción hecha de Iberdrola que se vio ralentizada por el bajo crecimiento de Scottish Power. Comparativamente con sus homólogas del Continente, como EDF, RWE, E-On o Enel las acciones de las eléctricas españolas se mantuvieron en la media, con Endesa

¹⁷⁰ S&P castiga a Gas Natural por la compra de Unión Fenosa. Libertad Digital 20-02-2009

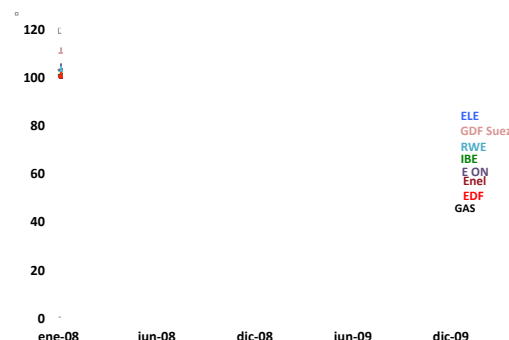
como la firma que mejor soportó su cotización, Iberdrola en el promedio, siendo Gas Natural la de peor comportamiento por las razones ya apuntadas (Figura 15).

Figura 14. Resultado Operativo Eléctricas Españolas



Fuente: Informes Anuales

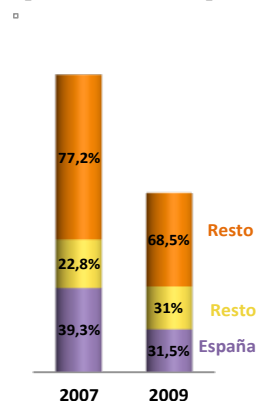
Figura 15. Cotización eléctricas europeas



Fuente: Datastream

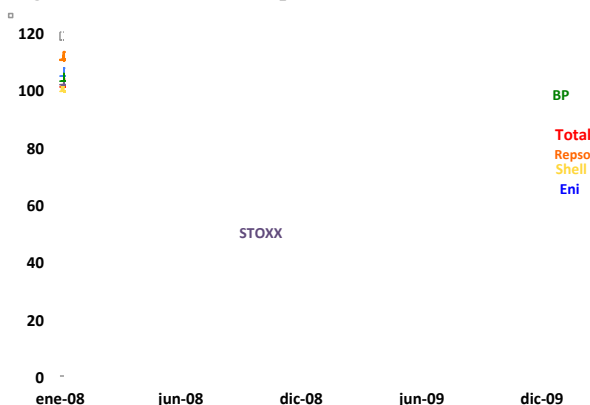
En cuanto al sector de hidrocarburos, el hecho de que el precio del barril de Brent cayera desde los casi 140 dólares a mediados de 2008 hasta los 60 en marzo de 2009, afectó a las cuentas de las petroleras que vieron disminuir sus beneficios notablemente. Repsol capeó esta primera crisis sin grandes sobresaltos, si bien se vio obligada a disipar las dudas acerca de su capacidad para afrontar las necesarias inversiones en exploración, ampliando capital en Brasil para dar entrada a la china Sinopec con una participación del 40% (2010) por la que pagó 5.430 M €, y enajenando un 15% de YPF al grupo Petersen por 1.563 M €, con la intención manifestada de continuar con el proceso hasta reducir su participación al 51%, situación en la que se encontraba previamente a su expropiación en 2012. Estas operaciones mejoraron significativamente sus ratios de deuda, dotándole de holgura para el pago de dividendo y tranquilizando a los inversores acerca de su futuro. En cuanto a sus resultados geográficos, mientras los beneficios del *downstream* (correspondiente fundamentalmente a España) y el *upstream* se redujeron más de un 40%, debido a la caída del precio del barril y a la reducción del consumo, estos se vieron en parte compensados por la menor caída de YPF que apenas los disminuyó un 10%, pasando de representar un 23% del beneficio total de Repsol en 2007 a un 31% en 2009, por lo que de nuevo aquí la diversificación geográfica evitó un mayor deterioro de las cuentas de la española. Ello hizo que sus acciones tuvieran un comportamiento similar al de sus competidores europeos, tales como Total, Royal Dutch Shell, ENI o BP (Fig. 17).

Fig16. Repsol. Resultado Operativo



Fuente: Informes Anuales

Figura 17. Petroleras europeas. Evolución de cotizaciones.



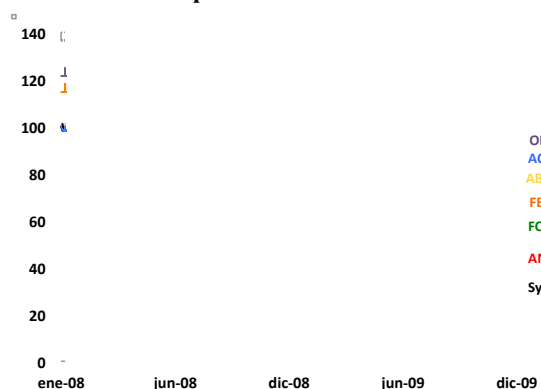
Fuente: Datastream

2.3. Construcción y Concesiones

En cuanto a la construcción, la necesidad de equilibrar las cuentas públicas, recortando gasto e inversión, afectó sensiblemente a su cartera de obra, lo que tuvo reflejo en sus cuentas de resultados. Especial impacto tuvo la crisis en el sector inmobiliario, que de una capitalización en Bolsa de 22.517 M € a finales de 2007, pasó a 3.492 millones en 2010, un 84% menos. La exposición de alguna de las grandes constructoras a este segmento explicó una parte del castigo que recibieron en Bolsa todos los valores del sector sin excepción, estuvieran internacionalizados o no. Pero el mayor factor de desestabilización provino del excesivo endeudamiento en sus balances, como consecuencia de la expansión anterior o de las adquisiciones internacionales realizadas, como fue el caso de Ferrovial. Este fuerte apalancamiento en medio de una sequía del crédito y dificultad de refinanciación provocó la desinversión de activos ajenos al núcleo de negocio de estas empresas, incluidos algunas de las firmas recientemente adquiridas. Entre las desinversiones más significativas del período se encuentran las de Endesa, Airport Services (handling) y Facility Services (servicios urbanos y medioambientales) por parte de Acciona; la de Itinere (concesiones de autopistas) por parte de Sacyr, la de Unión Fenosa, Urbaser (medioambiente), Dragados SPL (servicios portuarios y logísticos) y Clece (multiservicios) por parte de ACS y la del aeropuerto de Gatwick por 1.659 M € por parte de Ferrovial, quien a finales de 2009 aún mantenía posiciones de control en BAA y en la ETR-407. La propia Ferrovial acordó fusionarse en 2009 con su participada Cintra para poder acceder directamente a la caja de esta última y así aliviar su carga de deuda, cuyo ratio era juzgado excesivo por parte de los mercados.

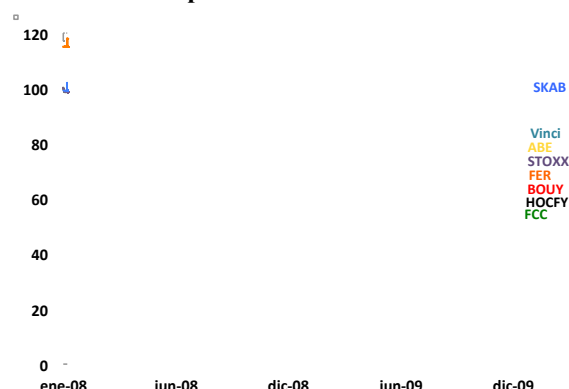
Como consecuencia de las dudas suscitadas por lo anterior, todas las empresas constructoras sufrieron en sus cotizaciones, siendo Acciona y Sacyr las más castigadas, la primera afectada por su posición en renovables y la segunda por su exposición al sector inmobiliario y su elevadísima deuda, tomada para la adquisición del 20% de Repsol (Figura 18). Comparativamente con sus competidores europeos, las tres firmas españolas más internacionalizadas a través de adquisiciones (FCC, Ferrovial y Abertis) perdieron más que el índice Eurostoxx de construcción, resultando Abertis la menos afectada por el carácter defensivo de su negocio. Sin embargo, la fuerte ralentización del mercado doméstico y la alta deuda acumulada provocaron que el precio de Ferrovial y FCC descendiera en torno al 40% frente al 20-30% de las francesas Vinci o Bouygues o la alemana Hochtief, objeto de una OPA por parte de ACS en 2010 (Figura 19).

Figura 18. Constructoras españolas.
Evolución del precio de la acción.



Fuente: Datastream

Figura 19. Constructoras europeas.
Evolución del precio de la acción

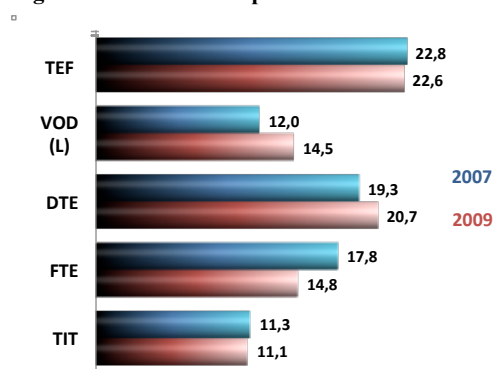


Fuente: Datastream

2.4. Telecomunicaciones

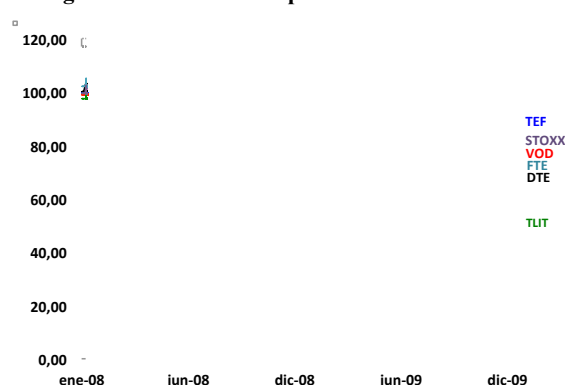
Contrariamente a lo acontecido durante la crisis de 2001-2003, consecuencia del estallido de la burbuja tecnológica, en esta ocasión las telecomunicaciones se mostraron como un sector netamente defensivo, sometido a menor volatilidad que el resto y con caídas de precios significativamente inferiores a otros, como la construcción o la banca. Entre 2007 y 2009 el conjunto de ingresos de las principales operadoras europeas apenas varió, si bien todas ellas prácticamente vieron erosionado su margen en los mercados locales, compensándolos en gran parte con los resultados obtenidos en sus mercados internacionales. En cuanto a rentabilidad, dado que el beneficio antes de intereses impuestos y amortizaciones (Ebitda) se mantuvo en torno al 40% durante el período para gran parte de las operadoras, hizo que tampoco el resultado se deteriorara significativamente y que incluso subiera, como en el caso de Vodafone, consecuencia del inicio de sus operaciones en India y otros países emergentes (Figura 20).

Figura 20. Telecom europeas EBITDA



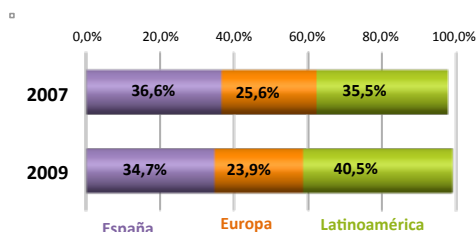
Fuente: Informes Anuales

Figura 21. Telecom europeas. Precio de la acción

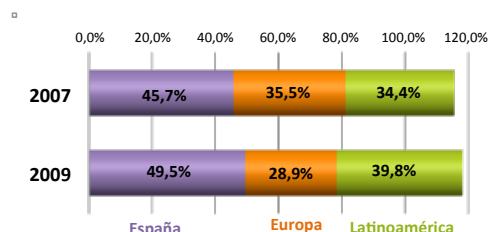


Fuente: Datastream

A pesar de esta escasa variación de resultados, la incertidumbre del escenario económico hizo que el índice Stoxx de telecomunicaciones perdiera un 23,2%, encabezado por Telecom Italia, cuyo precio por acción se redujo prácticamente a la mitad (Figura 21). Dentro de este panorama, Telefónica fue con diferencia la que mejor comportamiento tuvo, con una caída de tan solo un 11%, lo que la mantuvo la tercera operadora de mayor capitalización del mundo, tras China Mobile y AT&T, y por delante de Vodafone y del resto de operadoras europeas. A ello sin duda contribuyó su diversificación geográfica, no tanto en Europa sino en Latinoamérica, y en especial en Brasil, donde entre 2007 y 2009 multiplicó su Ebitda por 1,5, incrementando en más de un 60% el número de accesos hasta alcanzar los 67 millones, con diferencia su primer mercado mundial. Esta presencia en los países emergentes de América fue la que sin duda compensó la caída de ingresos y márgenes que se produjo en sus mercados europeos, fundamentalmente Reino Unido y Alemania, donde como consecuencia de la madurez y la crisis se dio una guerra de precios que tuvo serias consecuencias negativas en los márgenes. En conjunto, Telefónica pasó de tener un ratio Ebitda/Ingresos del 37,9% en 2007 al 40,9% en 2009, tres puntos más, provenientes de un mix de mercados diferente donde las operaciones en Latinoamérica pasaron de suponer el 34% de los ingresos a casi el 40%, lo que unido a la mayor rentabilidad de éstas comparativamente con las europeas, dio como resultado ese incremento final entre ambos años (Figs. 22 y 23). Así pues, la pérdida de beneficio de la operadora en España, y en menor medida en el resto de Europa, fue compensada por el exponencial incremento de las operaciones en Latinoamérica y muy especialmente en Brasil.

Fig. 22. Telefónica. Ingresos por área geográfica

Fuente: Informes Anuales

Fig 23. Telefónica. Ebitda % de Ingresos

En este sentido, puede establecerse un cierto paralelismo entre la menor pérdida de valoración de las firmas del sector y su presencia en países emergentes. Desde esta perspectiva, la más afectada fue Telecom Italia, cuyos ingresos internacionales al principio de la crisis, solo representaban el 19% del total, frente al 51% de Deutsche Telekom, al 57,4% de France Telecom, al 65,3% de Telefónica y al 85% de Vodafone. Dado que la diversificación internacional de Deutsche Telekom o France Telecom estaba muy orientada a Europa y Estados Unidos, éstas sufrieron más en sus márgenes que Vodafone o Telefónica, con más de 1/3 de sus ingresos procedentes de mercados emergentes con fuerte crecimiento. Consecuentemente, entre 2007 y 2009 las acciones de Telefónica solo perdieron un 11,2% frente a un 23,1% que bajó Vodafone, un 29,2% France Telecom, un 31% Deutsche Telekom y un 48,1% Telecom Italia, todas ellas afectadas por la significativas caídas de rentabilidad en sus mercados domésticos, consecuencia de la crisis europea. Por consiguiente, en este caso resulta evidente cómo la internacionalización de Telefónica en el período anterior, y muy especialmente su presencia en Latinoamérica, logró evitar el deterioro de sus resultados durante esta primera crisis, moderando significativamente la caída en el precio de su acción.

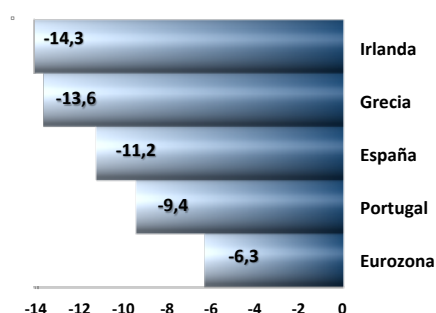
3. La crisis de deuda soberana en Europa (2010-12)

3.1. La economía española en el contexto mundial de 2010-12

A partir de finales de 2009 la economía mundial retomó la senda del crecimiento, consolidándola a lo largo de 2010, destacando la recuperación de países como Alemania, cuya economía creció un 4%, frente al 2,4% de EEUU o al 1,6% de Francia. Estos crecimientos sin embargo no alcanzaron a los países de la Europa periférica, entre ellos España, que a partir de la primavera de ese año se vieron sometidos a la presión de los mercados por sus elevados déficits presupuestarios y el consiguiente aumento de su deuda pública. El detonante fue Grecia, a quien en enero de 2010 un informe de la UE acusaba de haber falseado sus estadísticas de los últimos años con el fin de maquillar su déficit. Ante el deterioro de la situación y las sucesivas rebajas de las agencias de calificación, el país acordó un rescate con el FMI y la UE, quien a su vez creó un Fondo de Estabilidad Financiera con objeto de calmar a los mercados, temerosos de un contagio a otros países de la zona euro. Dicho contagio no tardó en producirse, forzando los rescates de Irlanda (Noviembre 2010) y Portugal (Abril 2011), y provocando dudas en los mercados acerca de Italia por su elevado nivel de endeudamiento (120% del PIB en 2010) y España por su desbocado déficit (11,2%) (Figura 24). Ambos vieron como sus primas de riesgo se disparaban sobrepasando por primera vez la española los 200 puntos básicos en junio de 2010 y continuando en ascenso hasta superar los 600 en julio de 2012 (Figura 25). En ese contexto de fuerte

incertidumbre, el PIB de España se contrajo un 0,3% en 2010, quedando plano (+0,1%) al año siguiente para entrar de nuevo en recesión (-1,6%) en 2012.

Fig. 24 Déficit Público % PIB en 2010



Fuente: BDE, Boletín Económico Enero 2013

Fig. 25 Prima de riesgo España vs. Alemania



Fuente: BCE

Durante este período tomó especial protagonismo el Banco Central Europeo, quien aparte de aplicar sucesivas rebajas de tipos hasta llegar al 0,75% a finales de 2012, se vio obligado a realizar una política expansiva con medidas extraordinarias para dotar de liquidez al sistema financiero y asegurar su solvencia. Para ello el banco emisor pasó de prestamista de último recurso a habitual, haciendo uso de él las entidades españolas, cuyas solicitudes a julio de 2010 ya habían alcanzado los 138.000 M €, más de un cuarto del total de dinero solicitado desde todo el euro sistema. En agosto de ese mismo año, con objeto de calmar a los mercados, el BCE hizo públicos los test de resistencia llevados a cabo con su supervisión a un número de entidades europeas representativas del 50% del sistema, entre ellas a la práctica totalidad del sistema financiero español, que arrojó un resultado positivo, concluyendo que en las condiciones más adversas, el ratio de capital *Tier 1* del conjunto de la banca española pasaría del 9,5% en 2009 a 7,7% a finales de 2011, muy por encima del mínimo requerido del 6%. El deterioro para el agregado de las 27 entidades españolas ascendería a 28.075 M € netos del efecto impositivo y en total las ayudas públicas necesarias para el saneamiento del sistema se elevarían a 16.193 M € (1,5% del PIB español) que comparativamente con los 236.000 M € inyectados hasta entonces a las entidades de crédito en la Unión Europea, darían muestra de la salud del sistema financiero español¹⁷¹. Sin embargo, a pesar de la buena acogida inicial de estos datos, lo que dio un respiro a las Bolsas durante el verano; las tensiones sobre la moneda única rebrotaron en otoño y a finales de 2010 la prima de riesgo española sobrepasó por primera vez los 300 puntos básicos.

Fig 26. Préstamos del BCE al sector financiero.

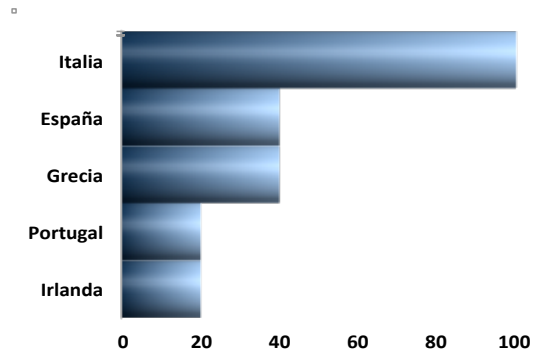
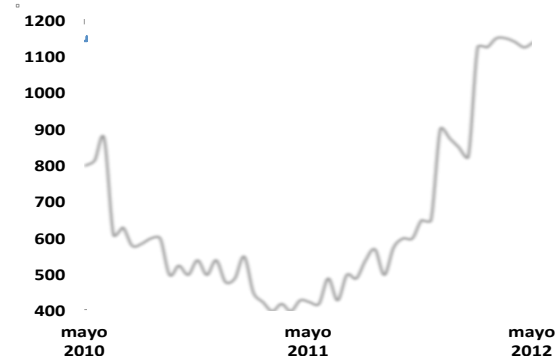


Fig 27. Bonos soberanos adquiridos por el BCE



¹⁷¹ Banco de España (2010): Informe de Estabilidad Financiera, octubre. AEB (2011) La banca española y las pruebas de stress. Villasante, P.

A partir de entonces las necesidades de financiación por parte de la banca española se fueron moderando hasta marcar un mínimo en marzo de 2011, para volver a repuntar durante la segunda parte de ese mismo año, de forma que a finales del mismo la banca española absorbía un 18% de las facilidades de crédito del BCE frente a un 12% de la banca europea. Ante el aumento de la incertidumbre acerca del euro y el rebrote de la prima de riesgo de los países periféricos, en agosto de 2011 el BCE decidió intervenir en el mercado secundario de deuda mediante compras selectivas de bonos de dichos países lo que contribuyó a relajar temporalmente la prima de riesgo de los mismos. Sin embargo, a partir del otoño, las dudas sobre un posible rescata a España o Italia, unidas a la interminable incertidumbre griega y la caída del banco franco-belga Dexia, rescatado con 58.000 M €, provocaron una nueva tormenta en los mercados, lo que obligó de nuevo al banco emisor a apuntalar el sistema poniendo en marcha un programa de refinanciación a tres años, que en su primera subasta alcanzó casi medio billón de euros y a la que acudieron más de la mitad de las entidades europeas, encabezadas por los bancos españoles, que entre ambas subastas, la citada y la siguiente de 2012, absorbieron el 31% del billón de euros prestado seguido por los bancos italianos con un 25%¹⁷² (Fig. 27). Estas medidas unidas al firme compromiso del BCE con la moneda única y el impulso a la Unión Bancaria Europea, con la creación de un mecanismo único de supervisión, contribuyeron a relajar los diferenciales de riesgo durante la segunda mitad de 2012 terminando la prima de riesgo española ligeramente por debajo de los 400 pb, lo que empezó a alejar el fantasma del rescate.

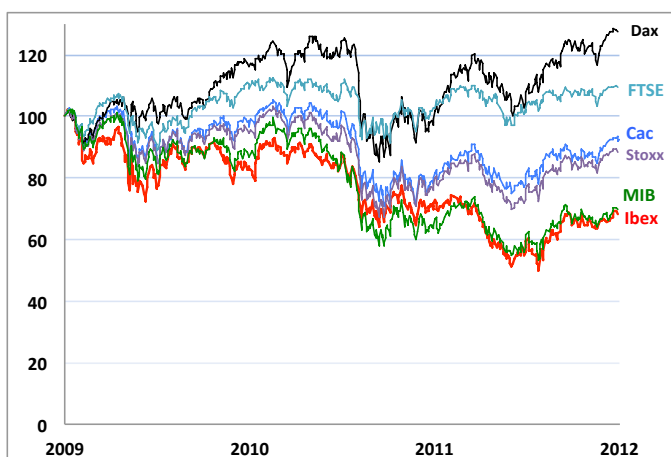
3.2. Comportamiento de las firmas internacionalizadas durante 2010-12

En este entorno de inestabilidad financiera las firmas españolas sufrieron serias dificultades para acceder a los mercados de deuda, lo cual limitó considerablemente sus emisiones, incluso posibles ampliaciones de capital, que solo se realizaron aprovechando las escasas ventanas de calma. Ello las obligó a adoptar medidas extraordinarias que incluyeron la desinversión de activos, venta parcial de subsidiarias, supresión del dividendo o reparto en forma de acciones, y otras similares encaminadas a conseguir liquidez y rebajar sus altos niveles de apalancamiento. Las dificultades de financiación hicieron que la inversión de éstas en el extranjero siguiera en niveles propios de un ciclo bajista de forma que la IED española en el exterior se estancó en el entorno de los 20.000 M €, lejos de los más de 100.000 M € registrados en 2007, certificando de esta manera el final de la expansión exterior masiva, si bien con algunas excepciones como BBVA en Turquía, Santander en Polonia o Iberdrola en Brasil.

A pesar del desfavorable entorno internacional, los países latinoamericanos en que operaban estas compañías mantuvieron un crecimiento económico positivo durante el período, destacando Argentina y Perú con más de un 7% de promedio, seguidos por Colombia México y Chile cuyas economías despuntaron por encima del 4% anual, y quedando rezagado Brasil, que dio claros síntomas de agotamiento (2,7% en 2011 y 0,9% en 2012). Si bien este favorable entorno contribuyó a sostener, o al menos a evitar una mayor caída de los resultados de las firmas españolas que operaban allí; sin embargo no fue suficiente para aplacar las dudas de los mercados sobre la renta variable española y en concreto sobre las grandes empresas analizadas, quienes fueron asociadas a la situación del país independientemente de las mejores perspectivas de sus negocios en función de su diversificación geográfica. Como consecuencia de ello, el Ibex 35 que

¹⁷² Los bancos españoles devuelven 44.000 millones. El País 30-1-2013

Fig. 28. Ibex-35 vs Índices europeos (2010- 2012)

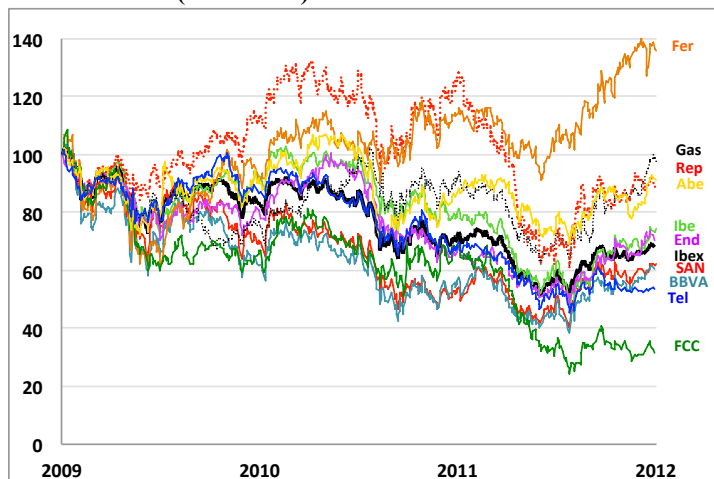


Fuente: Datastream

terminó anotándose un avance del 16% en el año. En conjunto, durante esta segunda parte de la crisis, desde principios de 2010 a finales de 2012, el Ibex 35 junto al MIB italiano fueron dentro de los grandes índices de Europa los de peor comportamiento. (Figura 28).

Al contrario que en la crisis inmediatamente anterior, en ésta, con la excepción de FCC, las más afectadas fueron las tres grandes, Telefónica y los dos bancos, que con caídas del 31,4%, 46,7% y 44,5% respectivamente, tuvieron un comportamiento peor que el resto. Este castigo bursátil no se correspondió con el descenso real del resultado operativo, ni con el del propio beneficio neto descontadas todas las provisiones (BBVA incluso creció el 4,7% su resultado neto entre 2009 y 2012), ni tampoco con su diversificación internacional, con más de un 50% de su resultado en todos los casos proveniente de fuera; sino con el riesgo de un rescate a España. En efecto, la hipótesis de este escenario, con los consiguientes efectos negativos para estas firmas, pesó mucho más que el resto de factores, presionando a la baja sus cotizaciones y reduciendo su capitalización a prácticamente la mitad durante el conjunto de los tres años. En el extremo opuesto, las firmas internacionalizadas que mejor resistieron esta crisis fueron las otras dos constructoras/concesionarias analizadas, Ferrovial y Abertis, y dos energéticas, Repsol y su participada Gas Natural. En el caso de Ferrovial, las condiciones de su fusión con Cintra en 2009, junto a la política selectiva de desinversiones, manteniendo el perfil de concesionaria y sobre todo a la desagregación de la deuda procedente de su adquisición de BAA, empujaron al alza su acción, resultando ser la única firma que logró revalorizarse durante este difícil período. Sin mostrar un

Figura 29. Firmas internacionalizadas. Evolución de cotizaciones (2010-2012).



en la primera crisis 2008-09 se había comportado mejor que los índices europeos, registró una caída del 38,2%, desde los 11.940 puntos a finales de 2009 a los 8.566 a finales de 2012, tras haber marcado un mínimo de 7.910 puntos en septiembre de 2011. Este desacoplamiento de sus homólogos europeos se hizo aún más patente frente a Alemania, economía que con su impresionante crecimiento, cercano al 4 % en 2010, alentó las expectativas de beneficio de los *blue chips* del Dax, que

comportamiento tan favorable, pero conteniendo las caídas, quedaron Repsol, recuperada del castigo sufrido tras la expropiación de YPF en abril de 2012, y Gas Natural, igualmente recuperada tras haber sufrido por la pérdida de su contencioso con la argelina Sonatrach. En el caso de las restantes compañías, tanto Iberdrola como Endesa siguieron al índice, quedando descolgada la constructora FCC, con serios problemas de endeudamiento, en buena parte debido a las pérdidas derivadas por sus participadas en Centroeuropa.

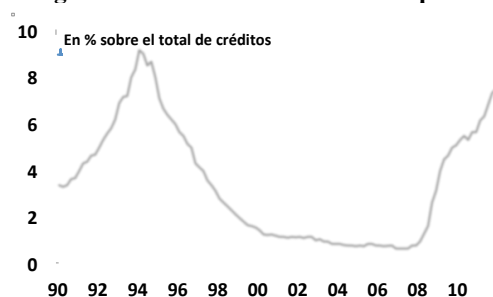
4. Impacto de la crisis de deuda soberana europea 2010-12 en las firmas españolas internacionalizadas.

4.1. Sector financiero

En esta crisis de deuda soberana, los bancos españoles fueron sin duda el sector más afectado de todos los estudiados, registrando fuertes caídas en sus cotizaciones. A pesar de los esfuerzos destinados a sanear diversas cajas de ahorros, inyectando recursos o fusionando aquellas más afectadas, el significativo deterioro de sus balances acabó por contagiar al sistema en su conjunto en un proceso que culminó en julio de 2012 con la aprobación de hasta 100.000 M € de asistencia por parte de la Unión Europea al sistema financiero español. A finales del período analizado (2012), el debilitamiento general de la economía tras cinco años de crisis se reflejaba en varios indicadores, entre ellos la morosidad, que alcanzó el 10,44% frente al 5,1% de finales de 2009, sobrepasando así los niveles de la crisis de 1993 (Figura 30). Con objeto de disipar las dudas sobre la solvencia del sistema, se obligó a las entidades bancarias a elevar el porcentaje de capital de máxima calidad (*Tier I*) así como a provisionar porcentajes más elevados sobre el valor de los activos inmobiliarios, creándose la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb) para limpiar de los balances bancarios aquellos más problemáticos. Todo lo anterior supuso que las provisiones totales tomadas por la banca española tan solo en 2012 totalizaran 87.000 M €, más que en los diez años anteriores, alcanzando el *Tier I* a finales de año un 11,6% frente al 8% exigido por Basilea¹⁷³.

En este contexto los dos grandes bancos internacionalizados se vieron arrastrados por el deterioro económico del país, sin que su diversificación internacional contribuyera a mitigar la caída en sus valoraciones. En el período 2009-12, las acciones de Santander descendieron un 46,6% y las de BBVA un

Fig. 30 Morosidad de la Banca Española



Fuente: BdE

43,5%, en línea con sus competidores locales, algunos de los cuales como Popular y Sabadell precisaron realizar ampliaciones de capital en este lapso. El cierre intermitente de los mercados a las emisiones de deuda de firmas españolas sometió a las grandes entidades a una fuerte presión financiera, que en algún caso se vieron obligadas a enajenar activos para alcanzar

¹⁷³ Linde. Comparecencia en el Congreso 20-06-2013

los niveles de capital exigidos. Entre los más destacados, la venta en 2010 por parte del Banco Santander de un 5% adicional de su participación en Brasil a Qatar Holding; su filial de Colombia en 2011 con plusvalía de 615 M €; el 25% de Santander Consumer USA con plusvalía de 872 M €; o el 51% de su negocio de seguros en Latinoamérica a la aseguradora Zurich con 641 M € de plusvalía. Estos ingresos ayudaron a cubrir los saneamientos extraordinarios que el banco realizó en 2011 por valor de 3.183 M €, al realizar una cobertura del 50% de todos los inmuebles adjudicados en España. Por su parte, BBVA vendió su filial de Puerto Rico y algunas de sus unidades de pensiones en Latinoamérica, entre las que destacan las de México y de Colombia con plusvalías de 800 y 265 M € respectivamente, a la vez que reconoció una pérdida de valor del fondo de comercio de Compass en Estados Unidos en 2011 por valor de 1.011 M €, que se añadió a las pérdidas que el mismo banco le había reportado en 2009 por otros 1.000 M € aproximadamente. No todo fueron desinversiones en el período, y a pesar del desfavorable entorno local, ambos bancos también aprovecharon las oportunidades existentes en el mercado, destacando la adquisición por parte de BBVA a General Electric del 25% del turco Garanti, el tercer banco del país, por 4.200 M €, mediante una ampliación de capital de 5.060 M € realizadas a finales de 2010, y la compra por parte de Santander a Anglo Irish Bank del banco Zachodni, el tercero de Polonia, por 2.938 M €. Por tanto, si bien ambos bancos hicieron caja desinvirtiendo en activos que consideraron no estratégicos, a su vez se posicionaron selectivamente en otras áreas que estimaban de mayor crecimiento.

Referente a sus resultados, hubo diferencias significativas entre ambos. Mientras BBVA logró equilibrar la caída de su beneficio en España con un espectacular incremento en México y América del Sur, Santander esta vez no pudo compensar su menor negocio en España y Reino Unido con Latinoamérica, cuyas operaciones crecieron por debajo del 10% anual, lastradas por las dificultades en Brasil, donde aparte del menor crecimiento de la economía tuvo que abordar la integración completa de Banco Real. Lo que sí fue común a ambos bancos durante el período fue la mejora de su resultado en Estados Unidos, cuya economía se recuperó del fuerte bache de 2009 con crecimientos anuales por encima del 2%. En conclusión, la mayor exposición a Europa (España, Reino Unido y *Consumer Finance*) del banco Santander hizo que éste sufriera más en sus resultados que BBVA, cuyas operaciones en países de fuerte crecimiento como México, Colombia, Perú o Turquía contribuyeron a que su margen neto, incluso en estos años de fuerte crisis del Euro, mostrara un decidido avance. En total, durante esta segunda crisis (2010-12), el beneficio atribuido a Santander cayó un 19,3%, mientras que el de BBVA creció un 27,8%. En España, antes de las provisiones extraordinarias, Santander redujo su beneficio un 41,4% mientras que el de BBVA lo incrementó un 4,6%. Con provisiones, el resultado de Santander cayó un 70,8% mientras que el de BBVA descendió un 49% (Tabla 1). Consecuentemente, éste hubiera su *performance* durante el trienio de no haber sido por sus operaciones internacionales.

Tabla 1. Variación del beneficio atribuido por área geográfica (2009-12)

Santander

Países	2009	2012
España	2.750	803
Latinoamérica	3.833	4.152
Reino Unido	1.726	1.175
EEUU	-25	811
Resto	2.256	1.574
Total	10.540	8.515

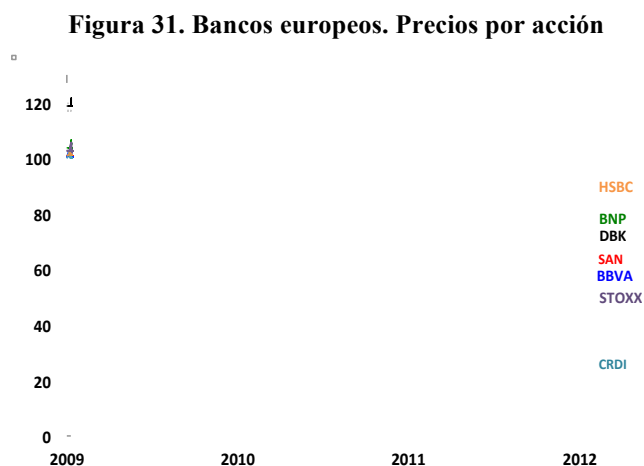
BBVA

Países	2009	2012
España	2.373	1.211
México	1.359	1.821
EEUU	-1.071	475
Suramérica	871	1.347
Resto	1.011	950
Total	4.543	5.804

Fuente: Informes Anuales

Por consiguiente, en este caso puede afirmarse de nuevo que la diversificación geográfica anterior, evitó una caída muy superior en los resultados; si bien en este período influyó sobremanera el área específica en que cada uno operaba, saliendo claramente beneficiado BBVA por el mayor peso de los países emergentes en su resultado y el mejor comportamiento de la economía de México frente a la de Brasil. En ambos casos, el peso de sus operaciones en España sobre el total decreció notablemente, de forma que en 2012 solo un 22% del beneficio de BBVA y un 12% del de Santander provenían del mercado interior, lo que, según expresión del propio banco cántabro, le definía como una entidad global con sede en Madrid.

En términos de cotización, contrariamente a lo sucedido en la primera crisis 2008-09, en esta ocasión su presencia internacional no fue suficiente para aplacar el nerviosismo de



los inversores y ambas entidades, junto a las italianas, lideraron las caídas en este período. En efecto, las incertidumbres sobre el sistema financiero europeo en su conjunto, salpicado por continuas noticias desfavorables como las ampliaciones de capital de los bancos italianos Unicredit e Intesa, este último con pérdidas por deterioro del fondo de comercio de 11.000 M €, o el rescate de Dexia, la mayor entidad de Bélgica, pesaron más en el sentimiento del mercado que las

perspectivas individuales de cada banco, arrastrando a todos ellos, especialmente a los de los países periféricos de Europa, entre ellos los españoles. Solo a partir del mensaje del presidente del BCE en agosto de 2012 sobre la irreversibilidad del euro, comenzó una inflexión en las cotizaciones de la banca europea que empezaron a recuperarse, si bien a diferente ritmo; mayor en el caso de los bancos franceses y alemanes, algo menor en el caso de Santander y BBA e imperceptible en el de los italianos, incluido Unicredit, que siguieron fuertemente penalizados (Figura 31). Especial mención merece el comportamiento del banco británico HSBC, uno de los que mejor aguantó esta crisis por su menor exposición a la Europa Continental y su mayor presencia en las áreas de mayor crecimiento, Asia y América Latina, corroborando la lógica apuntada del mejor comportamiento bursátil de aquellos bancos con mayor presencia en mercados emergentes de fuerte crecimiento.

En cuanto a su comparación con el resto de entidades locales, las acciones de los dos bancos internacionalizados tuvieron un mejor comportamiento que sus competidores nacionales, a excepción de Critería, cuyo mejor performance fue en gran parte debido al anuncio de salida a Bolsa de Caixabank, la primera entidad sin activos inmobiliarios en su balance; un hecho positivamente valorado por el mercado, quién empujó con fuerza su cotización en enero de 2011. Sin este acontecimiento no recurrente, su rendimiento en el período habría sido similar al de Santander y BBVA. Lo cierto es que en este período, el diferencial de cotizaciones con los bancos medianos, excluido Popular, muy

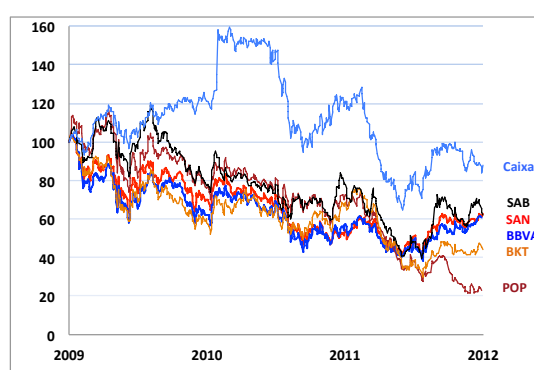
debilitado por su fuerte exposición al mercado inmobiliario y la integración de Banco Pastor, no reflejó ni mucho menos el diferencial de resultados existente. Mientras que entre 2009 y 2012 el beneficio de la banca mediana se contrajo muy significativamente el resultado global de Santander lo hizo en menor medida, y el de BBVA se incrementó (Tabla 2), claramente amortiguados por el mayor peso de sus operaciones internacionales.

Durante esta segunda crisis toda la banca española sufrió en sus resultados el efecto del saneamiento al que fue sometida. Y si bien las fuertes provisiones tanto inmobiliarias como de otro tipo tomadas durante el período y el diferente perímetro de consolidación de algunas entidades (Sabadell absorbió la CAM y BBVA Unim), pueden distorsionar la comparativa; sin embargo es evidente el brutal deterioro que sufrieron sobre todo los bancos medianos, con su beneficio recortado a más de la mitad (Tabla 2).

Tabla 2. Bancos españoles. Beneficio

Bancos	2009	2012	%
Popular	801,0	-2.461,0	n/a
Sabadell	523,0	81,0	-85%
Brakinter	254,0	124,7	-51%
Santander	8.943,0	5.251,0	-41%
BBVA	4.210,0	4.406,0	5%

Fig. 32. Bancos españoles. Precio por acción.



Este fuerte retroceso fue el responsable de la mayor penalización que sufrió en Bolsa la banca española en general, incluidos los dos grandes bancos internacionalizados, que a pesar de su menor dependencia del mercado interior no pudieron escapar del castigo de los inversores, que los asociaron enteramente asociados a su país de origen. Esta situación fue claramente resumida por el vicepresidente y consejero delegado del Santander, Alfredo Sáenz cuando a finales de 2010 afirmó que “el banco es percibido por los inversores con los parámetros de la deuda y de la prima de riesgo de España y eso no nos beneficia, porque cualquier caída del *rating* del Reino nos arrastra a nosotros ya que el mercado considera al Santander español a todos los efectos”¹⁷⁴.

4.2. Sector Energético

La evolución de las eléctricas españolas durante esta segunda crisis fue muy dispar, si bien el incremento de la demanda eléctrica en Latinoamérica, en torno al 4-5% anual¹⁷⁵, contrarrestó en cierta manera la contracción en España y los efectos negativos que los cambios regulatorios introducidos a partir de 2012 tuvieron en sus cuentas de resultados. Dichos cambios combinados con la necesidad de preservar efectivo e

¹⁷⁴ Sáenz, A. El Santander cree que les perjudica ser un banco español por las dudas del mercado. El País, 28-10-2010.

¹⁷⁵ Prado, Borja. Endesa Informe Anual 2012

incrementar la solvencia ante el cierre de los mercados de deuda condicionaron la estrategia de estas firmas. En este contexto se presentó la oferta de Iberdrola por el 20% de su filial de Renovables por la que pagó un precio 44% inferior al de su salida a Bolsa apenas tres años antes. En el ámbito internacional, la eléctrica vasca resituó su mapa de activos en Latinoamérica mediante la venta en 2010 de sus operaciones en Guatemala, para centrarse en México, donde era el primer productor privado y segundo generador; así como en Brasil donde mantenía el 39% del grupo Neoenergía, el mayor de distribución del país, al que añadió la distribuidora Elektro que daba servicio a Sao Paulo, adquirida en 2011 por 1.780 M €. Paralelamente reorganizó sus negocios en Estados Unidos; en este caso desinvirtiendo en gas y apostando por renovables. En conjunto, entre 2009 y 2012 el resultado operativo del grupo se redujo muy ligeramente, mientras que la distribución geográfica de éste se mantuvo, dado que los menores ingresos en España se vieron compensados por un mayor margen. A finales de 2012 las operaciones internacionales representaban un 53% de su total de ingresos, si bien este porcentaje se reducía al 44% en el caso del resultado de explotación, lastrado por los menores márgenes de sus operaciones en Brasil y Reino Unido.

Endesa por su parte, fue probablemente la que más notó los efectos del nuevo entorno regulatorio en sus cuentas, de forma que su beneficio global cayó por la fuerte contracción de sus resultados en España y Portugal, cuyos márgenes de explotación (EBIT/Ingresos) pasaron del 14,6% de 2009 al 8,6% en 2012. Ello a pesar de haber conseguido sinergias por valor de 1.000 M € con su matriz Enel, propietaria del 95% de las acciones de la empresa desde 2009. En Latinoamérica sin embargo, la disminución de dichos márgenes, del 29,5% de 2009 al 22,4% en 2012, se vio compensada por el fuerte crecimiento de los ingresos (27%), lo que dejó plano el resultado en el Continente, que por primera vez supuso más del 50% del grupo, debido al desplome de beneficio en España. En total, el resultado de Endesa entre 2009 y 2012 cayó un 12,5%, frente al 21,8% de retroceso en España, demostrando en este caso el positivo efecto que la diversificación previa tuvo en sus cuentas.

Figura 33. Eléctricas. Resultado operativo

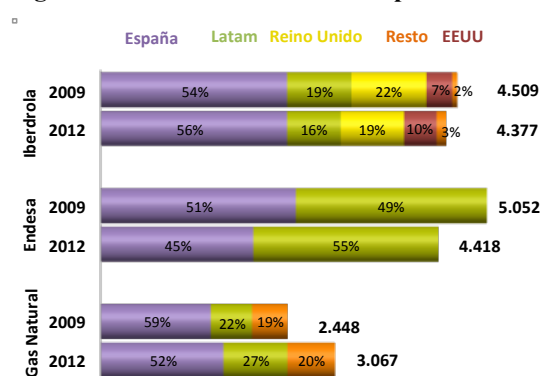
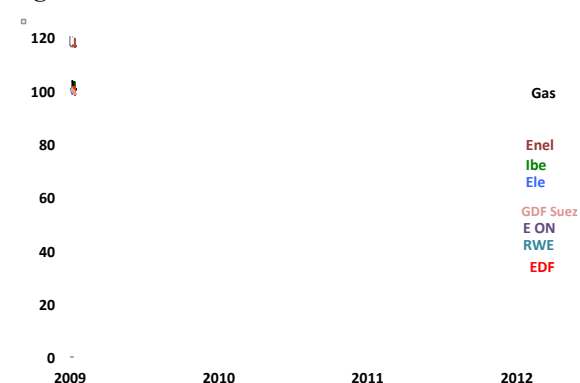


Figura 34. Evolución del Precio de la Acción



En cuanto a Gas Natural Fenosa, entre 2009 y 2012, la nueva firma fusionada incrementó su resultado de explotación global en un 22%, manteniéndolo en España e incrementándolo en casi un 40% en Latinoamérica y algo menos en el resto de países, afianzando su posición como operador global de gas natural licuado (GNL). En función de ello, el margen de beneficio de sus negocios internacionales pasó de representar el 41% del grupo en 2009 al 47% en 2012, con un incremento de más del 45% durante el trienio, lo que financieramente perfiló una firma más rentable y con el riesgo más

diversificado geográficamente. El mercado lo apreció, y aunque el valor de la acción decreció en un 9%, esta caída fue significativamente menor que la de Iberdrola (20%) o Endesa (34%) siendo la *utility* europea que mejor comportamiento tuvo durante el período (Figura 34). Por tanto, una vez más, la diversificación internacional que ambas compañías, Gas Natural y Unión Fenosa, habían acometido por separado durante el período 1996-2007 rindió sus frutos durante esta crisis, haciendo de la firma integrada, una de las más resistentes al ciclo económico adverso en España.

Por lo que a las compañías petrolíferas se refiere, con la recuperación económica mundial, a partir de finales de 2010 los precios del crudo se incrementaron de nuevo, manteniéndose durante buena parte del trienio en un rango promedio ligeramente superior a los 100 dólares. Ente los acontecimientos más destacados en este lapso se encuentran el vertido en el golfo de México por parte de BP que le costó la mitad de su capitalización en Bolsa y la expropiación de YPF por parte del gobierno de la República Argentina, que tuvo un fuerte impacto inicial en las acciones de Repsol, como consecuencia de la pérdida del resultado de explotación de YPF (1.231 M € en 2011) y las provisiones por la expropiación, lo que le hizo tocar mínimos en junio de ese mismo año. Sin embargo, la posibilidad de venta de su participación en Gas Natural así como las perspectivas de una posible indemnización por parte del gobierno argentino lograron que la acción recuperara gran parte del terreno perdido a lo largo de la segunda parte de 2012. En el total de los tres años, su valor perdió un 12% frente a tan solo un 6% del Eurostoxx Oil & Gas

Fig. 35 Repsol. Resultado Operativo

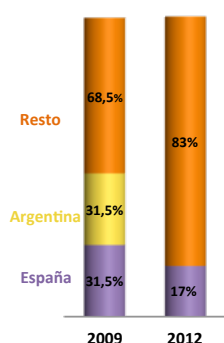
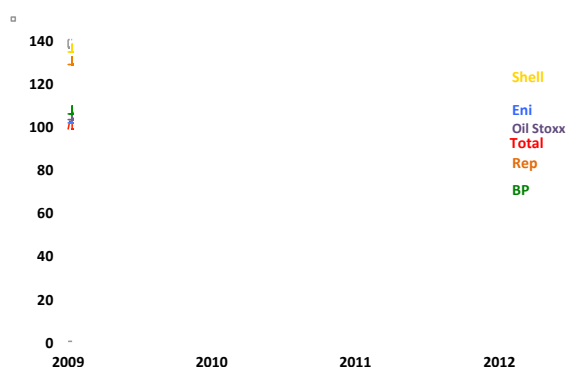


Fig. 36. Sector Petrolífero. Precios por Acción



El caso de YPF puso de manifiesto una vez más los riesgos de la inversión en Latinoamérica, así como el enorme monto pagado por alguna de las adquisiciones como ésta, que superó los 14.000 M €, una cifra que nunca se justificó por los beneficios obtenidos a lo largo de los años, amén de las pérdidas generadas por este final. El resto de operaciones internacionales de Repsol, provenientes en su mayoría de contratos de exploración, y no de adquisiciones, le proporcionaban un rendimiento similar al del conjunto, algo menor en la parte del *downstream* correspondiente a sus operaciones de refinó y estaciones de servicio en Latinoamérica. Tras este camino de ida y vuelta en las adquisiciones internacionales, el perfil como compañía de Repsol a finales de 2012 era muy similar al de quince años antes, previo a la aventura de YPF, con carencias en el *upstream*, si bien con un tamaño ciertamente superior.

4.3. Constructoras

Como consecuencia del recorte en el gasto público, la licitación de infraestructuras en esta segunda parte de la crisis se contrajo dramáticamente desde los casi 40.000 M € en 2009 a los 7.380 M de 2012, apenas un 0,8% del PIB; un nivel desconocido desde 1979¹⁷⁶. Ello obligó a las constructoras a la búsqueda de negocio fuera de España, lo que se tradujo en la adjudicación de proyectos de resonancia mundial, tales como la ampliación del canal de Panamá, el proyecto de AVE de Medina a La Meca o la ampliación del metro de Nueva York. En este entorno, las tres firmas analizadas tuvieron un comportamiento muy diverso, destacando el positivo *performance* de Ferrovial y Abertis en contraste con el desplome de FCC. En cuanto a la primera, que partía de una posición de debilidad por los problemas regulatorios surgidos tras la adquisición de BAA en 2005 y la altísima deuda contraída, el equilibrio de sus balances provino de desinversiones selectivas, tales como la concesión del aeropuerto de Gatwick (2009) por 1.649 M €, la filial de *handling* Swissport (2010) por 654 M €, o el 10% de la canadiense ETR-407 (2010) por 640 M €. Sin embargo, la de mayor impacto por sus efectos contables fue la venta del 16,1% de BAA (5,9% en 2011 y 10,6% en 2012) lo que redujo su participación en la misma hasta el 39,4%¹⁷⁷. Efectivamente, aparte de la inyección de liquidez, como consecuencia de perder la mayoría de control, BAA pasó de consolidar globalmente en las cuentas de Ferrovial a hacerlo por puesta en equivalencia, lo que eliminó del balance de la española los 14.650 M € de deuda neta de la británica. De esta forma, a finales de 2012 la deuda neta de Ferrovial se situaba en poco más de 5 x Ebitda, lejos de los estratosféricos múltiplos de años anteriores que tanto habían penalizado su cotización. Ello unido a su enfoque en la actividad de concesiones y servicios, mucho menos cíclica que la construcción, y a su mayor presencia internacional (62% de sus ingresos en 2012) hizo que el mercado pusiera en valor sus activos de forma que entre 2009 y 2012 el precio de sus acciones se revalorizó en más de un 36,2%, muy por encima de todos sus competidores nacionales e internacionales.

Fig. 37. Constructoras españolas. Precio de la Acción

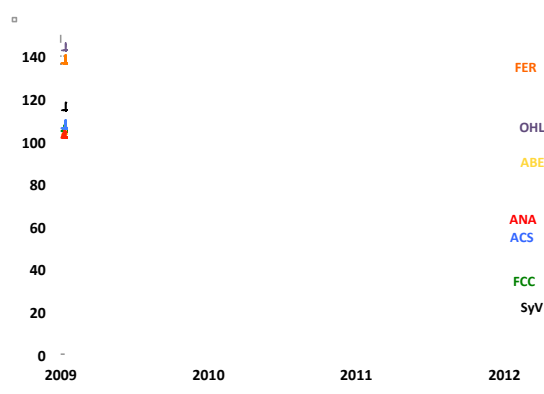
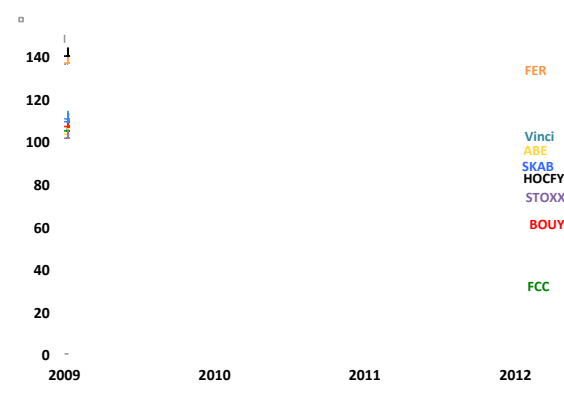


Fig. 38. Constructoras europeas. Precio por acción



¹⁷⁶ La licitación pública se desploma a niveles de los años 80. Finanzas.com 04-03-2013

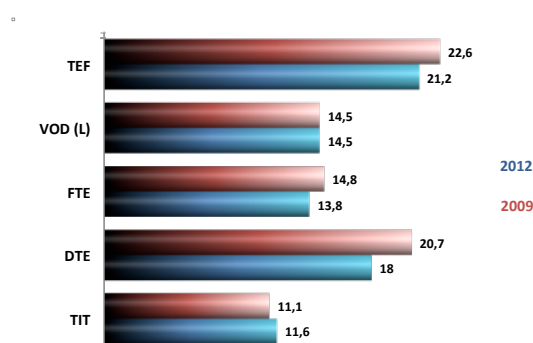
¹⁷⁷ Ferrovial vende un 10,6% de BAA para afrontar nuevas inversiones. Cinco Días. 18/08/2012

En cuanto a Abertis, ante el decrecimiento del tráfico en sus autopistas en España que alcanzó un 30% durante la crisis, su estrategia financiera a lo largo de esta segunda estuvo orientada al control de sus niveles de deuda, procediendo a la venta selectiva de activos como Atlantia o Eustelsat e invirtiendo en Hispasat. La naturaleza de su negocio, muy resistente al ciclo, tuvo reflejo en sus resultados, de forma que su resultado bruto Ebitda se mantuvo prácticamente constante entre 2009 y 2012 lo que se tradujo en una ligera pérdida del 8,5% en el precio de su acción, demostrando claramente su carácter defensivo. No fue éste el caso de FCC, que sufrió gravemente tanto en sus resultados domésticos como internacionales. En estos últimos, errores en la valoración de proyectos en el Este de Europa hicieron que su filial austriaca Alpine le produjera un deterioro en sus cuentas de 2012 de 260 M €, antes de su quiebra en 2013. Esto unido a las provisiones por sus inversiones en renovables y a la paralización del sector de construcción nacional con las consiguientes pérdidas en Portland, hicieron que la firma atravesara por una situación de *distress* financiero entre 2011 y 2012, que a pesar de los esfuerzos de refinanciación y la supresión del dividendo, llevaron al precio de su acción a mínimos históricos, habiendo perdido más de 2/3 de su valor en estos tres años.

4.4. Telecomunicaciones

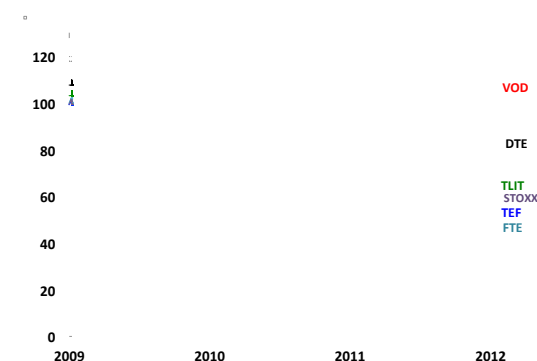
Contrariamente a la primera parte de la crisis, en esta segunda el comportamiento de Telefónica fue peor que el de sus homólogos europeos, tanto en sus resultados como en el comportamiento de su acción. Solo France Telecom, sometida a un intenso proceso de reestructuración interna tuvo un menor *performance*. Durante este período, los ingresos de la operadora permanecieron prácticamente constantes, deteriorándose el Ebitda un 7%, mientras que su resultado neto lo hizo un 30%, como consecuencia de las provisiones realizadas, fundamentalmente para ajuste de plantilla en España. Este deterioro del beneficio castigó a su cotización, que entre 2009 y 2012 cayó un 47%; un descenso muy superior al de Deutsche Telekom (19%) y al del resto de competidores, incluida Vodafone, cuyo precio incluso creció un 8% como consecuencia de su presencia en India y otros mercados emergentes, que fueron quienes sostuvieron sus resultados entre 2009 y 2012, convirtiéndola en la operadora europea de mayor capitalización y la cuarta del mundo tras China Mobile, AT&T y Verizon.

Fig. 39. Telecom Europeas EBITDA (2009-12)



Fuente: Informe Anuales

Fig. 40 Telecom Europeas. Precio por acción (2009-12)



Fuente: Datastream

En este rendimiento de la acción influyeron varios factores, entre ellos la propia madurez del sector en los países desarrollados con una intensa competencia que le hizo perder numerosos clientes¹⁷⁸, sobre todo en España, donde los ingresos cayeron un 20% en estos tres años. Mientras que dicha caída fue compensada por el crecimiento de ingresos en Latinoamérica, esto no fue suficiente para evitar el deterioro global de márgenes y de resultado, consecuencia de las provisiones citadas. El resto de factores hasta la pérdida del 50% del valor de la acción habría que buscarlos en el contexto de crisis del euro y en el endeudamiento de la operadora, que si bien en otro tiempo no se hubiera considerado elevado, sí lo era en un entorno de dificultades de refinanciación para las firmas de los países del sur de Europa. Así, siguiendo las recomendaciones de las agencias de calificación y los fondos de inversión, Telefónica anunció en 2012 la supresión del dividendo y la recompra de acciones para ese mismo año, anunciando a la vez un recorte en la retribución del accionista para 2013, con el claro objetivo de reducir su nivel de endeudamiento de 2,7 a 2 x Ebitda, en línea con sus competidores.

Por consiguiente, si bien los resultados provenientes de las operaciones internacionales, sobre todo las de Latinoamérica se mantuvieron, sin embargo no pudieron compensar las significativas pérdidas en el mercado doméstico, lo cual, unido a la magnitud del endeudamiento de la operadora y al estrés al que estuvo sometida la economía española en el período, provocó el desplome de la acción, reduciéndose su capitalización a prácticamente la mitad entre 2009 y 2012.

5. Impacto del apalancamiento en la valoración de las firmas internacionalizadas durante el conjunto de la crisis (2008-2012).

El proceso de adquisiciones internacionales implicó en numerosas ocasiones el endeudamiento de las firmas compradoras para financiar su pago. Con la llegada de la crisis en 2008, el cambio en la percepción del riesgo, unido a la ralentización de beneficios y a las nuevas necesidades financieras consecuencia de su mayor dimensión, hizo que empezaran a surgir dudas acerca de su solvencia; una situación que se agudizó aún más durante el período 2010-12, cuando el entorno económico se complicó con la crisis de deuda soberana.

5.1. Apalancamiento de las firmas internacionalizadas previo a la crisis

A finales de 2007, la deuda de las firmas no financieras estudiadas sobrepasaba los 160 MM €, una cifra casi 6 veces superior a las que la que tenían a principios de 1996 cuando se inició su internacionalización, habiéndose incrementado a un ritmo anual del 16,4%, en línea con su capitalización (16,0%), aunque significativamente más deprisa que su valor contable (11,3%) (Figura 41). En términos relativos, mientras al principio del período la deuda financiera neta de estas empresas se encontraba de promedio en un múltiplo de 2,1 veces Ebitda, este ratio se había ampliado a 2,7 veces en 2007 (Figura 42), alcanzando un pico de 3,4 veces en 1999, el año de mayor valor de adquisiciones y otro en 2001 por la disminución del denominador a consecuencia de la crisis argentina. Relativamente a su estructura financiera de Balance, la deuda representaba un 40% de

¹⁷⁸ Telefónica perdió en España 1,2 millones de clientes en 2012.

los recursos financieros a largo plazo (Deuda y Patrimonio Neto) y un 44% a finales del período. Medidos estos parámetros a valor de mercado, la deuda supondría solo el 32% de la financiación a largo plazo.

Fig. 41. Cap., Deuda y V. Contable Firms No Financieras

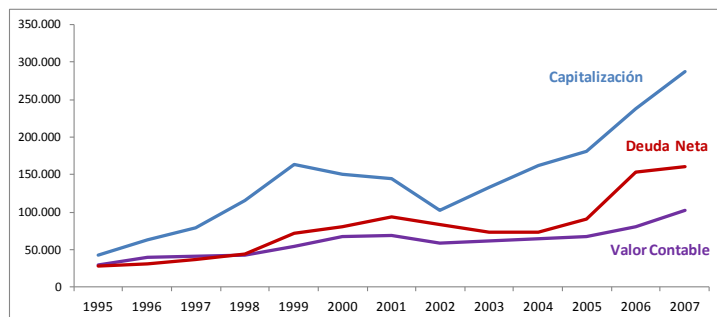
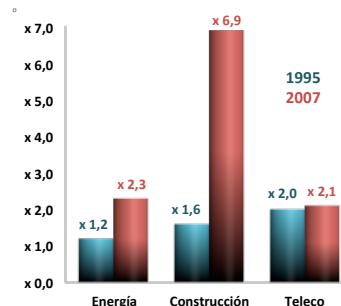


Fig. 42 D/EBITDA (95 vs 07)



Fuente: Elaboración Propia a partir de Informes Anuales

Durante el período, hubo dos saltos significativos en cuanto a endeudamiento, ambos relacionados con este proceso de adquisiciones, uno entre 1998 y 2000 cuando la deuda casi se duplicó pasando de 44 a 80 MM €, y un segundo, más importante en cuanto a volumen, entre 2004 y 2006 cuando la deuda se dobló desde los 73 MM € a los 153 MM €, una cifra equivalente al 14% del PIB de España. En el primer salto tuvieron que ver las adquisiciones de YPF por parte de Repsol, las de Enersis por parte de Endesa y las licitaciones por las licencias 3G y otras compras puntuales por parte de Telefónica, todas ellas pagadas en efectivo, mediante endeudamiento por parte de las firmas españolas. En cuanto al segundo, entre 2004 y 2006, las operaciones que contribuyeron a generarlo fueron la adquisición de O2 por parte de Telefónica (25 MM €) la compra apalancada de BAA por parte de Ferrovial, que le hizo consolidar en su balance la deuda de la británica en su mayoría utilizada en su compra (20 MM €) y las de Iberdrola en Reino Unido (parcialmente financiada con deuda) y Estados Unidos (15 MM €), así como las de Abertis (8 MM €) y FCC (7 MM €), que se apalancaron en muy poco tiempo dentro de su carrera de adquisiciones internacionales a final del período. Por consiguiente, no más de diez operaciones de adquisición explicarían más de dos tercios del incremento de endeudamiento de estas firmas durante ambos períodos.

Mientras a lo largo del ciclo expansionista Telefónica mantuvo múltiplos de endeudamiento 2 a 3 veces Ebitda, las eléctricas los llevaron durante un cierto tiempo al rango de 4-5 veces Ebitda, como Endesa en su expansión en Latinoamérica o Iberdrola en Europa y Estados Unidos, tratando de ajustarlos más tarde. Sin duda, fueron las constructoras y concesionarias las que registraban múltiplos más altos a finales del período, como Ferrovial, tras la compra de BAA, Abertis tras la de Hispasat y Sanef, y FCC tras su expansión en el Este de Europa y Reino Unido. La disponibilidad de deuda y su bajo coste junto a las oportunidades de expansión generadas durante este último ciclo alcista fueron las circunstancias que convergieron para este alto apalancamiento, que sin duda condicionó la evolución financiera de estas firmas durante la crisis posterior.

Evolución de la deuda financiera durante la crisis 2008-2012

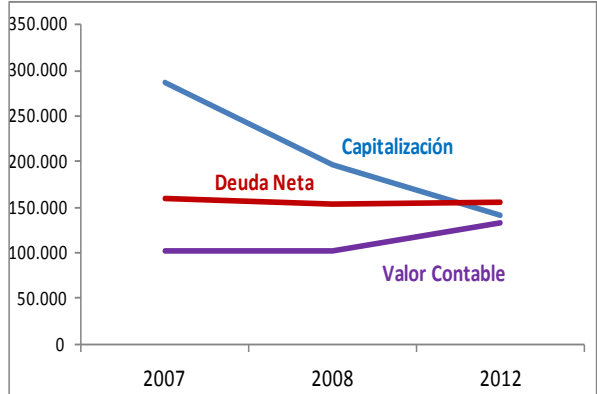
Efectivamente la naturaleza financiera de la crisis de 2008 hizo incrementar notablemente la percepción del riesgo de las firmas endeudadas, a pesar de lo cual alguna de ellas continuó realizando operaciones corporativas mediante apalancamiento. Tal fue el caso de la adquisición de Unión Fenosa por parte de Gas Natural (2009) por 16.754 M €, la compra del 50% de Vivo en Brasil por parte de Telefónica (2010) por 7.500 M € o la de Elktro por parte de Iberdrola también en Brasil por 1.800 M € en 2011. Fue a partir de ese año, en el que la prima de riesgo española se situó por encima de los 300 y en ocasiones de los 400 puntos básicos, cuando las grandes firmas españolas se enfrentaron al recelo de los mercados financieros hacia la economía del país, lo que las colocó en serias dificultades para su refinanciación. Ante esta situación muchas optaron por aplazar o anular sus emisiones de deuda, tomando medidas urgentes para salvaguardar su liquidez. En el caso de los bancos, durante el período 2011-12 se recurrió con fruición a la línea de crédito habilitada por el BCE mientras que las firmas no financieras limitaron pagos, bien suprimiendo el dividendo, bien pagándolo en acciones mediante ampliaciones de capital, amén de proceder a la venta selectiva de activos, muchos de ellos procedentes de sus adquisiciones previas en el exterior. Fue el caso de Ferrovial, quien aparte de la fusión con su filial Cintra para acceder a su tesorería, procedió a diversas desinversiones, entre ellas las concesiones aeroportuarias de Gatwick (1.659 M €) y Stansted (1.800 M €) así como el 5,9% de BAA cuya desinversión supuso la pérdida de la mayoría de control, pasando de consolidar BAA por el método global a hacerlo por puesta en equivalencia, y quitándose de golpe 14.560 M € de sus cuentas. A pesar de no suponer más que una práctica contable, sin embargo fue bienvenido por los mercados con significativas subidas de la acción. Las eléctricas, caso de Iberdrola y Gas Natural optaron por el pago del dividendo flexible (*scrip dividend*), aparte de proceder a la desinversión selectiva de algunos activos como las operaciones en Centroamérica por parte de Iberdrola o las de Colombia (Epsa) por parte de Gas Natural. Por su parte, como ya se ha indicado, Telefónica, ante las dificultades de refinanciación, y contrariamente a lo anunciado unos años antes, optó por la completa supresión de su dividendo en 2013, con objeto de reducir su endeudamiento de 2,7 a 2,0 x Ebitda, en línea con sus competidores y en lo que la firma de telecomunicaciones estimaba era un rango más aceptable para el mercado¹⁷⁹.

Si bien todas estas acciones aliviaron ligeramente la carga financiera de las empresas, en conjunto a finales de 2012 su endeudamiento se situaba aún a niveles similares a 2007, por lo que dada la disminución del beneficio durante ese lapso hizo que la ratio Deuda Neta/ Ebitda se elevara a un múltiplo de 3,0 frente a los 2,8 con el que estas firmas iniciaron la crisis. Igualmente la menor capitalización, ahora próxima a su valor contable, hizo que del 36% que suponía la deuda sobre el total de recursos financieros a valor de mercado se pasara a un 53%, sobrepasando la deuda más de la mitad de todos los recursos financieros. De alguna forma, el colchón para endeudamiento que otorgaba la alta cotización de las acciones en 2007, se perdió al reducirse el precio durante la

¹⁷⁹ Telefónica confirma sus objetivos de dividendos hasta 2012 (1,15 euros/acción en 2009, 1,40 euros/acción en 2010 y un mínimo de 1,75 euros/acción en 2012). Informe anual 2009.

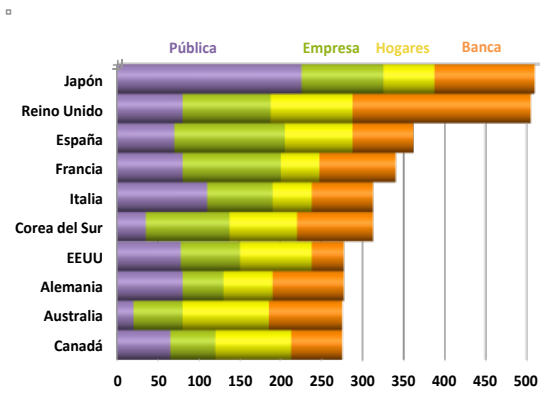
crisis y tender su capitalización hacia el valor contable. Como consecuencia, en términos comparativos, la situación de deuda era peor en 2012 que lo que resultaba ser en 2007, lo que indicaba que el proceso de desapalancamiento estaba lejos de finalizar. Esta deuda de las firmas no financieras era la que más contribuía a que España fuera considerado el tercer país más endeudado entre los desarrollados del mundo con un 363% del PIB, solo superado por Japón (512%) y el Reino Unido (507%) (Figura 43). Mientras que la deuda pública se encontraba en el promedio de la Unión Europea, y en línea con los países centrales como Alemania y Francia; sin embargo, el endeudamiento de familias y empresas no financieras se había disparado en los años del ciclo alcista. A finales de 2012, las ocho firmas no financieras estudiadas se encontraban entre las diez más endeudadas del Ibex-35.

Fig. 43. Deuda firmas internacionalizadas (2007-2012)



Fuente: Informes Anuales

Fig. 44. Deuda total % PIB (2012)



Fuente: Mckinsey Global Institute

5.2. Efecto del apalancamiento en la cotización de las grandes firmas internacionalizadas

Es difícil establecer una relación directa entre el nivel de apalancamiento y la pérdida de valor de estas firmas, puesto que en el descenso del precio de sus acciones intervinieron muchos factores además del endeudamiento. El análisis de algunos casos particulares sin embargo puede arrojar cierta luz sobre la importancia que el apalancamiento tuvo en la percepción de riesgo de los inversores. Puede ser el caso de Ferrovial, cuya capitalización prácticamente no varió entre 2007 y 2012 a pesar de que su Ebitda cayó un 21,2%. Este descenso, debido a la salida de BAA de sus cuentas a partir de 2011, apenas tuvo impacto en su cotización, puesto que pesó mucho más el hecho de que

Tabla 3. Var. Capitalización vs Var. Ratio de Deuda

Compañías	D/ EBITDA 2007	D/ EBITDA 2012	Var. Anual Capitalización	Var. Anual EBITDA
Telefónica	x 2,1	x 2,7	-16,30%	-1,50%
Repsol	x 1,0	x 1,8	-7,80%	-4,70%
Iberdrola	x 4,0	x 4,0	-12,80%	6,90%
Endesa	x 2,9	x 1,3	-14,20%	-1,30%
Gas Natural	x 2,2	x 3,5	-15,70%	2,40%
Abertis	x 5,5	x 6,0	-6,40%	1,60%
Ferrovial	x 10,0	x 5,7	0,00%	-21,20%
FCC	x 3,9	x 14,2	-29,20%	-22,20%
TOTAL	x 2,8	x 3,0	-11,40%	-1,70%

Fuente: Elaboración Propia a partir de Informes Anuales

dicha salida también conllevaba la desconsolidación de la deuda del balance, lo que aliviaba significativamente los ratios de apalancamiento de la española. Un caso similar, aunque en sentido contrario, fue el de Telefónica que a pesar de que su resultado bruto anual únicamente descendió 1,5% anual durante la crisis; sin embargo

el mayor endeudamiento la penalizó y su capitalización se redujo a razón de un 16,3% anual (Tabla 3). De igual forma, el apalancamiento de Gas Natural como parte de la operación de Fenosa se tradujo en una reducción significativa del precio de la acción a pesar de incrementar su resultado; algo similar a FCC cuyo endeudamiento por las adquisiciones de 2006 y 2007 le pasó factura, si bien en este caso también bajaron drásticamente los resultados. En el resto, aunque no parece encontrarse una relación tan clara de la influencia de la deuda en el descenso de valor, sin duda ésta tuvo impacto sobre todo durante la crisis de deuda soberana 2010-2012, cuando el riesgo de no lograr refinanciación fue mayor. Así pues, como conclusiones podrían citarse las siguientes:

- (1) Que existió una correlación entre la expansión internacional a través de adquisiciones de las grandes firmas no financieras españolas y el incremento de su deuda financiera durante el período 1996-2007, de forma que los grandes saltos de apalancamiento se corresponden a adquisiciones específicas.
- (2) Que dicho endeudamiento se mantuvo a lo largo de la crisis, debilitando los ratios de equilibrio financiero (Deuda/Ebitda) y Deuda/Recursos Financieros, incrementando la percepción del riesgo de insolvencia de estas firmas por parte del mercado.
- (3) Que, aun sin poder establecer una relación unívoca, parece claro que dicho riesgo contribuyó a la salida de inversores de estas firmas y la reducción del precio de sus acciones. Este efecto se retroalimentó durante cierto tiempo, dado que a medida que se reducía su capitalización más alta era su deuda comparativamente con su valor de mercado, lo que de nuevo ahuyentaba la inversión.

6. Comportamiento bursátil durante la crisis (2008-2012). Conclusiones.

Para el objetivo del estudio, la larga crisis iniciada en 2008 se ha dividido en dos partes: una primera, que comprendió 2008 y 2009, cuyo origen fue una crisis financiera internacional y una segunda entre los años 2010 y 2012 asociada a los desequilibrios de la propia economía española y a las tensiones de la zona Euro. Mientras la primera puede concluirse fue benigna en términos generales para las firmas españolas internacionalizadas, con menor caída de resultados y del precio de sus acciones, no así la segunda, que los arrastró completamente, haciendo retroceder seriamente al índice español, que en el conjunto de los cinco años de recesión fue uno de los peores del continente.

Fig. 45. Ibex 35 vs Índices europeos (2008-12)

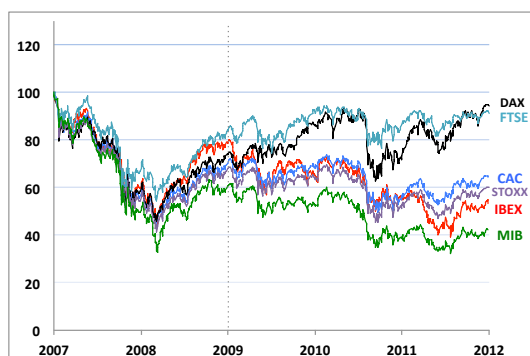
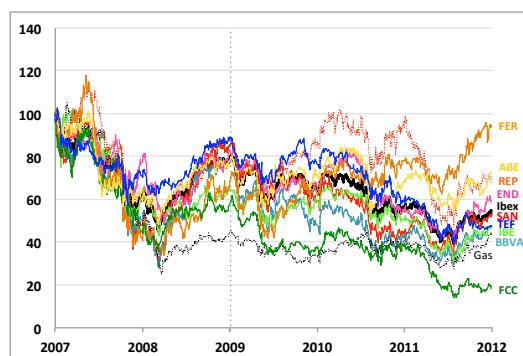


Fig. 46. Firmas internacionalizadas. Precio

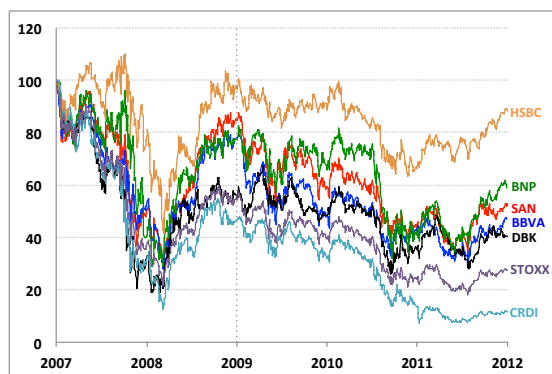


El hecho de ser España una economía abierta provocó que la recesión internacional iniciada en agosto de 2007 le afectara al igual que al resto de países desarrollados. Sin embargo, durante la primera parte de la crisis (2008-2009), las grandes firmas internacionalizadas, con algunas excepciones, lograron compensar en parte la caída de resultados locales con los obtenidos en el exterior, sobre todo en Latinoamérica, lo que atenuó la caída de sus cotizaciones. No sucedió de igual forma durante la segunda parte (2010-12), cuando las dudas sobre las finanzas públicas españolas dentro de un contexto de incertidumbre sobre el Euro, repercutieron negativamente sobre la Bolsa, arrastrando también a las firmas internacionalizadas al prevalecer su asociación al país de origen sobre el menor riesgo que suponía su diversificación geográfica. Incluso aquellas que mantuvieron o incrementaron su beneficio durante el período se vieron castigadas en su cotización, sufriendo además severas dificultades de financiamiento por el hecho de ser españolas. En conjunto, el resultado de esta segunda parte pesó más que el de la primera, y en el cómputo total de los cinco años (2008-12), el índice español pasó de los 15.180 a los 8.168 puntos, una pérdida del 47,2% de su valor (Figura 46). Dado el alto peso de las firmas internacionalizadas en el índice, su comportamiento fue muy similar, oscilando entre el 36,2% de revalorización de Ferrovial y el 68,2% de pérdida de FCC (Figura 47). Puede concluirse por tanto que mientras su diversificación geográfica contribuyó a que los inversores tuvieran una percepción favorable de ellas al inicio de la crisis; sin embargo ésta no pudo mantenerse en el tiempo debido a la intensidad de la recesión en el país de origen, lo que finalmente acabó lastrando sus cotizaciones.

6.1. Sector Financiero

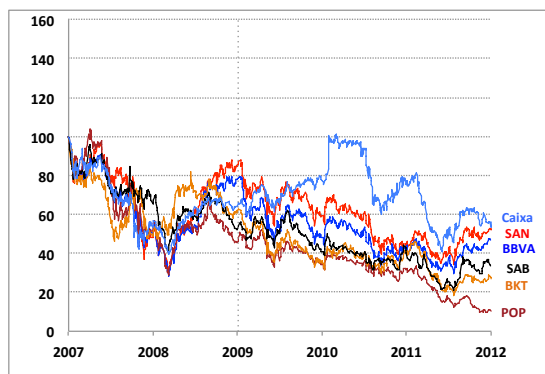
En el conjunto del período, los dos grandes bancos internacionalizados tuvieron un mejor comportamiento que la mayoría de sus competidores europeos y locales, en parte como consecuencia de su diversificación sobre todo en Latinoamérica y en Estados Unidos, en este último a partir de 2010. Mientras que durante la crisis financiera mundial sus acciones resistieron mejor, por su menor exposición a la banca de inversión así como por su diversificación en países resistentes al ciclo bajista; en la crisis del Euro su ventaja se diluyó ante la mayor percepción del riesgo de estas entidades por parte de los mercados, derivado de su exposición a la deuda soberana, al mercado inmobiliario, a las nuevas exigencias de capital y a otros factores asociados con la economía española.

Fig. 47. SAN y BBVA vs Competidores europeos



Fuente: Datastream

Fig.48 SAN y BBVA vs Competidores Locales



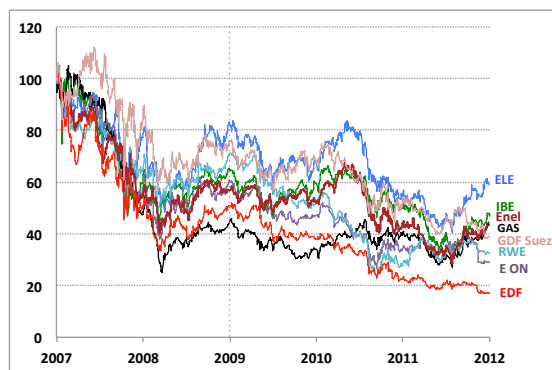
Fuente: Datastream

En el cómputo global de los cinco años de crisis analizados, BBVA y Santander retrocedieron un 53,8% y un 47,1% respecto a su valor a principios de 2008, frente a un 72,4% del Eurostoxx Banks y un 67,4 % de Sabadell, un 73% de Bankinter y un 89,6% de Popular, como muestra de sus competidores locales (Figuras 47 y 48). Por consiguiente puede afirmarse que su diversificación a base de adquisiciones fuera de España en el período anterior contribuyó a su mayor resistencia a la crisis, tanto frente a los competidores locales como europeos; si bien en la segunda parte su performance fue peor que estos últimos debido a su consideración de bancos españoles por parte del mercado.

6.2. Energía

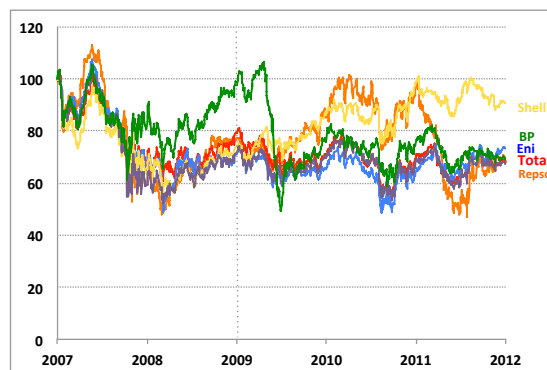
En el global de la crisis, las eléctricas españolas, todas ellas internacionalizadas anteriormente, perdieron cerca del 50% de su valor, un comportamiento algo mejor que sus homólogos del continente. Mientras la menor demanda energética en los mercados desarrollados y su mayor exposición a las energías renovables, objeto de revisión regulatoria, lastraron sus resultados, estos fueron parcialmente compensados por la mayor demanda en Latinoamérica. Este impacto fue superior en el caso de Endesa, mientras que Iberdrola resultó lastrada por el menor margen de sus operaciones en Reino Unido. Por su parte Gas Natural, que sufrió un fuerte castigo por su fusión con Unión Fenosa en 2009, logró recuperar parcialmente su cotización en estos años.

Fig. 49 Eléctricas vs Europa



Fuente: Datastream

Fig. 50 Repsol vs competidores europeos



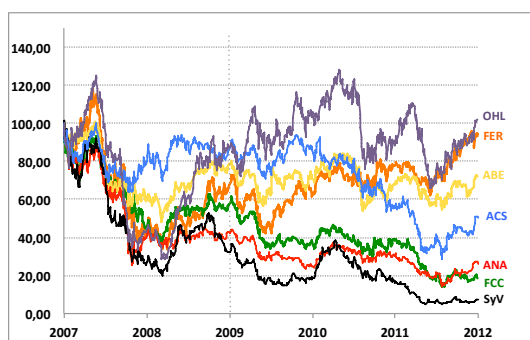
En el cómputo de los cinco años de crisis, las acciones de Endesa perdieron un 41,3%, las de Iberdrola un 52,3% y las de Gas Natural un 56,7%, lo cual compara positivamente con las pérdidas sufrida por sus competidoras del continente: Enel (-56%), GDF Suez (-61,1%), RWE (-67,5%), E-On (-71%) y EDF (-82,8%) (Figura 49).

En cuanto a Repsol, la cotización de su acción corrió en paralelo con la de sus competidores, hasta que finalmente se desplomó con la expropiación en abril de 2012 por parte del gobierno argentino de su participada YPF. En el conjunto de los cinco años sus acciones perdieron un 32,2%, un descenso similar al de sus competidores Total (-31,4%), BP (-30,9%) Eni (-26,8%), si bien significativamente mayor al de Royal Dutch Shell (-9,6%) (Figura 50)

6.3. Construcción

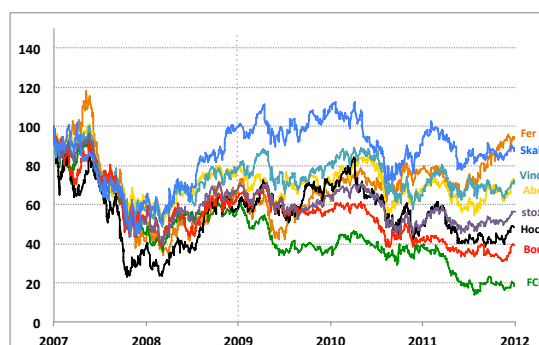
Las constructoras más internacionalizadas a través de adquisiciones (Ferrovial, Abertis y FCC) sufrieron sobre todo en la primera parte de la crisis como consecuencia del brusco descenso de la inversión en infraestructuras en España, así como por las interrogantes planteadas acerca de su estructura financiera y el performance de alguna de sus adquisiciones internacionales, tales como BAA y Alpine. Durante la segunda parte (2009-12) tuvieron un comportamiento dispar. Mientras, una vez encarrilados sus problemas con la autoridad británica, Ferrovial demostró la calidad de sus activos una vez desinvertió algunos selectivamente equilibrando sus ratios de deuda, FCC por el contrario sufrió en su cotización debido a su mayor dependencia de la construcción así como el bajo performance de sus adquisiciones internacionales y su alto endeudamiento. En medio, Abertis que resistió mejor debido a su diversificación fuera de las infraestructuras de transporte terrestre y su menor exposición al ciclo. En total, las acciones de Ferrovial o se revalorizaron un 36,2%, tras haber perdido en 2009 casi 2/3 del valor inicial, las de Abertis únicamente descendieron un 8,5%, mientras que FCC perdió un 68,3%. Ello compara con subidas del 16,2% para OHL y caídas de Acciona (-38,3%), ACS (-41,6%) y Sacyr (-77,3%), en tanto que internacionalmente el Eurostoxx Construction & Materials perdió un 16,9%, en línea con los descensos de las firmas europeas tales como Vinci (-8,8%), Skanska (-12,7%), Hotchief, (-17,9%) y Bouygues (-38,5%) (Figuras 51 y 52).

Fig 51. Constructoras españolas. Evolución de la cotización.



Fuente: Datastream

Fig. 52. Constructoras europeas. Evolución de la cotización

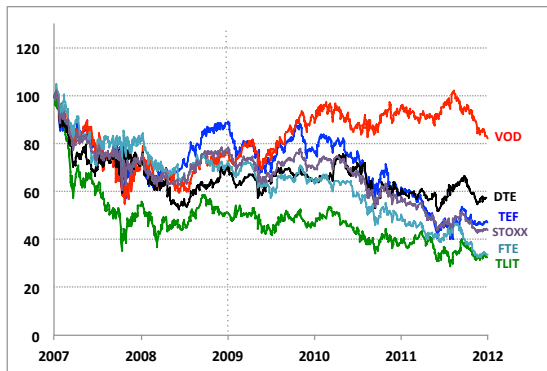


Por tanto hubo dos factores en la mayor resistencia de las firmas internacionalizadas: el primero su expansión exterior y el segundo su diversificación hacia las concesiones, que actuó como antídoto del carácter cíclico de la construcción. De ahí que la acción de peor comportamiento fuera FCC, con ratios de deuda similar a Ferrovial y Abertis, pero con un porcentaje menor de concesiones dentro del global de su actividad.

6.4. Telecomunicaciones

En el conjunto de los cinco años analizados, la acción de Telefónica perdió un 52,9% de su valor, una caída similar al Eurostoxx Telecom (-57,2%). Su performance fue muy dispar a lo largo del período. Mientras en los dos primeros años resultó la clara ganadora, por el crecimiento de sus operaciones en Brasil y otros mercados emergentes, durante la crisis de deuda soberana su cotización se vio lastrada por la singular caída de ingresos y márgenes en el mercado doméstico así como por sus ratios de deuda en un

Fig. 53. Telecom Europeas. Precio de la acción



que el de Vodafone (-17,8%), la más diversificada geográficamente y cuya moneda funcional no era el euro. Por consiguiente la expansión exterior de Telefónica actuó como barrera de contención al inicio de la crisis económica salvaguardando el resultado de la operadora, pero no así en la segunda parte de la misma, donde los inversores centraron su atención sobre la fuerte caída de ingresos en sus mercados desarrollados y sobre su apalancamiento, juzgado elevado en un contexto de dificultad de acceso a los mercados de deuda.

contexto de difícil acceso en los mercados, dado el carácter español de la firma. En estos años tomó medidas excepcionales para salvaguardar su liquidez y asegurar su solvencia, entre ellas la supresión del dividendo en 2012, lo que a su vez presionó su acción a la baja. Aún así, su rendimiento fue mejor que el de Telecom Italia (-67,8%) y France Telecom, (-66,1%) ambas expuestas a la debilidad de sus mercados locales, aunque peor que el de Deutsche Telecom (-42,7%) y sobre todo

Bibliografía

Banco de España (2010). Informe de Estabilidad Financiera. Octubre.

De la Dehesa, Guillermo (2009). La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Alianza Editorial.

Garrido Torres, A. La actuación de las autoridades españolas frente a la crisis financiera. Revista de Estudios Empresariales. Num 2. Abril 2012.

Informes Anuales (2007-2012). Banco Santander, BBVA, Repsol, Iberdrola, Endesa, Gas Natural, Abertis, Ferrovial, FCC y Telefónica.

Juan, Aristóbulo. Si no se inyecta más capital a la banca, no habrá crédito. El País, 12-04-2013

Ronconi, L. et al. (2010) América Latina frente a la crisis internacional: características institucionales y respuestas de política. Serie Avances de Investigación. Núm 45. Fundación Carolina. Septiembre 2010

Villasante, P. (2011) La banca española y las pruebas de stress. AEB. Economistas. Num.126 págs. 140-144.

11 - Resumen y Conclusiones

El trabajo analiza la expansión exterior de las grandes firmas españolas a través de adquisiciones durante el período 1996-2007, con el objetivo de medir la creación de valor para los accionistas y evaluar su resistencia a la crisis económica posterior (2008-2012). Para llevarlo a cabo, se han seleccionado las diez compañías con mayor volumen de adquisiciones internacionales, agrupándolas por sectores, y se han analizado las causas de su salida al exterior, describiendo en detalle las mayores operaciones corporativas realizadas. Como resultado se ha obtenido una base de datos con 375 adquisiciones por valor de 216,3 MM €, que abarca la práctica totalidad de las ejecutadas por estas firmas en el período. A continuación se ha determinado su contribución al posicionamiento estratégico de estas empresas y el rendimiento obtenido por sus accionistas, para finalmente estudiar su comportamiento frente a la crisis 2008-2012, comparando sus resultados con los de sus principales competidores nacionales y europeos.

Con algunas excepciones, las diez compañías elegidas son las de mayor tamaño del Ibex-35 (su capitalización cubre un 71,7% del índice), resultando a su vez ampliamente representativas del movimiento de internacionalización protagonizado por las grandes firmas españolas a finales de los 90 y principios de los 2000, por cuanto el volumen de sus adquisiciones suma un 62,4% del total de compras exteriores y un 40,4% del conjunto de la inversión extranjera directa (IED) emitida por España durante el período. Por consiguiente, el estudio abarca un alto porcentaje del total de adquisiciones internacionales realizadas por empresas españolas, mayor aún si se circunscribe al ámbito de las grandes firmas.

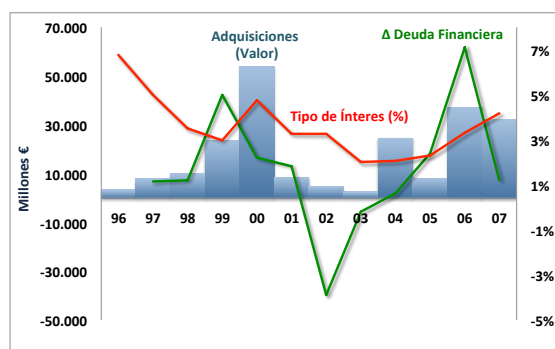
Las conclusiones obtenidas indican que, mientras el proceso de internacionalización contribuyó a dotar a las grandes firmas de un tamaño que carecían, posicionándolas como líderes en nuevos mercados, sobre todo de Latinoamérica; sin embargo el rendimiento de estas compras para los accionistas fue claramente insuficiente, situándose por debajo de la rentabilidad del bono español a diez años. Entre sus causas, el hecho de que dichas adquisiciones fueran realizadas en la fase alcista del ciclo, a precios que incluían primas significativas y a un tipo de cambio desfavorable. La llegada de la crisis en 2008 hizo que la diversificación geográfica atenuara la caída de resultados y cotizaciones bursátiles durante la primera parte de la misma, algo que sin embargo no pudo mantenerse en la fase depresiva de deuda soberana en la zona Euro (2010-2012), cuando los mercados penalizaron severamente los precios de sus acciones al asociarlas plenamente a las dificultades financieras de España.

Dichas conclusiones, que se amplían a continuación, se han agrupado en cinco bloques:

- (1) Entorno económico. Impacto en la internacionalización.
- (2) Proceso de adquisiciones en el exterior.
- (3) Posicionamiento estratégico de las firmas internacionalizadas.
- (4) Creación de valor para el accionista.
- (5) Resistencia a la crisis 2008-2012

1. Entorno económico. Impacto en la internacionalización

El período de análisis coincidió con un largo ciclo alcista de la economía española, que entre 1996 y 2007 creció a un promedio del 3,6% impulsada por el consumo interno y la inversión. Este extenso período de bonanza contribuyó a la creación de casi siete millones de puestos de trabajo, reduciéndose la tasa de paro del 20% al 8,5%, lo que contribuyó a equilibrar las finanzas públicas, que de un déficit del 6,6% del PIB en 1995 pasaron a un superávit del 1,9% en 2007, reduciéndose la deuda del 65% al 36% del PIB. Este crecimiento no se produjo sin desequilibrios, siendo los más notables una inflación por encima de la media europea, que presionó los costes al alza y supuso un estancamiento de la productividad. Ello unido a los bajos tipos de interés que el BCE mantuvo durante un prolongado lapso de tiempo, contribuyó a generar burbujas de valoración en algunos sectores como la construcción que tomaron un excesivo peso dentro del *output* global de la economía. Este favorable entorno económico se reflejó en los resultados de las grandes empresas, cuyos beneficios aumentaron considerablemente, generando excedentes de caja que, unidos a la disponibilidad de financiación a bajos tipos, propiciaron un movimiento de operaciones corporativas tanto domésticas como internacionales. A este movimiento contribuyó también el fuerte incremento del precio de sus acciones durante el período, que hizo que el índice de referencia, el Ibex-35, se revalorizara un 12,7% anual (15,7% con dividendos), lo que permitió realizar el pago de algunas de estas compras con acciones propias.



Fuente: Elaboración Propia

Por consiguiente, aun sin poder concluir como determinante para la salida al exterior el positivo entorno económico del período, sí que alguno de los factores ligados al mismo contribuyeron a que ésta se produjera, entre ellos los siguientes:

- **Los resultados récord de las propias empresas** en un mercado doméstico con fuerte demanda interna, que generaron flujos de caja sobrantes para la inversión exterior.
- **La fortaleza de las cotizaciones** de las propias firmas compradoras en la Bolsa española, que facilitó el pago de adquisiciones exteriores mediante ampliaciones de capital realizadas en buenas condiciones de precio, por tanto sin excesiva dilución para los accionistas.
- **Los bajos tipos de interés**, que unidos a la facilidad de acceso a los mercados de deuda, facilitaron operaciones apalancadas con préstamos a muy bajo coste.

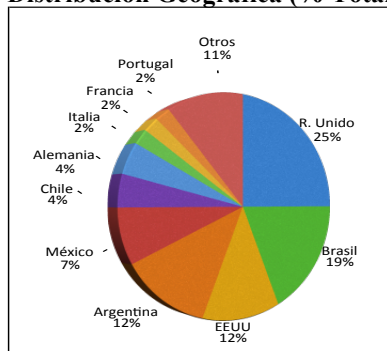
2. Proceso de adquisiciones en el exterior.

Entre 1995 y 1997, España dio la vuelta a su actividad exterior, y de importador de inversión directa (IED) pasó a convertirse en emisor neto; es decir, su inversión fuera superó a la recibida del extranjero. Es a partir de ese momento, cuando las grandes empresas españolas, que previamente habían sido privatizadas o sufrido procesos de fusiones entre ellas para ganar masa crítica y capacidad financiera, inician su expansión exterior, y lo hacen fundamentalmente a través de fusiones y adquisiciones (M&A) por las siguientes razones:

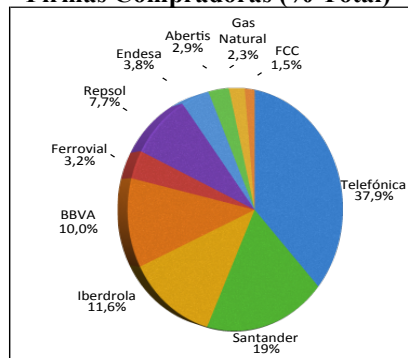
- **La necesidad de ganar dimensión rápidamente** ante el nuevo entorno competitivo que se iba a producir con el advenimiento del Euro: se trataba de comprar o ser comprado.
- **La oportunidad de participar en los procesos de privatización** de empresas públicas que se dieron en **Latinoamérica** a finales de la década de los 90.
- **La regulación fiscal favorable**, que permitía a las firmas compradoras amortizar el fondo de comercio (diferencia entre el precio de adquisición y el valor contable) de dichas adquisiciones; una ventaja importante frente a competidores de otras jurisdicciones que no contaban con un tratamiento similar.

En cuanto a los mercados receptores, hubo dos momentos bien diferenciados: una primera parte con un pico en 1999-2000, centrada en Latinoamérica y una segunda que culmina en 2005-07, focalizada en Europa, particularmente Gran Bretaña y Estados Unidos. La primera, aparte de afinidades culturales evidentes, vino motivada por la oportunidad que supuso el proceso de privatizaciones acometido en la región durante los años 90, consecuencia del consenso de Washington, por el que los países del área se comprometieron a dismantelar gran parte de su estructura empresarial pública, fundamentalmente la relacionada con servicios financieros, energía y telecomunicaciones. Ello unido al bajo nivel de bancarización y acceso a los servicios de la zona, así como su nuevo status de países emergentes y su divergencia de ciclo con los desarrollados, incrementaron su atractivo para las firmas españolas como forma de contrarrestar con crecimientos en Latinoamérica las desaceleraciones periódicas de la economía española.

Distribución Geográfica (% Total)



Firmas Compradoras (% Total)



Fuente Base de Datos de Empresas. Anexo 1

Por su parte, la expansión en Europa y Norteamérica se llevó a cabo con objeto de equilibrar el riesgo asumido en Latinoamérica, muy palpable tras la crisis argentina de 2001-2002. Esta inversión se materializó en aquellos lugares de economías menos intervencionistas, como Reino Unido y Estados Unidos, y fue protagonizada en distinta medida por todos los sectores estudiados.

Del análisis del del proceso se derivan las siguientes conclusiones:

- **El movimiento de internacionalización se limitó a un número reducido de firmas.** Las adquisiciones exteriores realizadas por las diez mayores, que son las analizadas en este estudio, supusieron aproximadamente un 62,4% del total de adquisiciones españolas en el exterior y 40,4% de la IED directa del periodo. Dichas compañías se concentraban fundamentalmente en cuatro sectores: banca, telecomunicaciones, energía y construcción; los tres primeros sometidos anteriormente a regulación e integrados por firmas que en mayor o menor medida habían sido participadas por el Estado.
- En cuanto a **las compañías objetivo, éstas fueron igualmente muy concentradas**, representando las 15 mayores adquisiciones más del 2/3 del volumen total de compras estudiado. Éstas fueron complementadas por otras de menor tamaño y algunas más en otros países, configurando el núcleo de las multinacionales españolas tal como se conocen hoy.
- Si bien en ocasiones los paquetes accionariales adquiridos fueron minoritarios (inferiores al 50%), sin embargo en muchos casos contenían opciones de compra posteriores para la **toma del control por parte de la firma española**. Este criterio, aparte de prudencia al entrar en un mercado desconocido, denota una firme vocación de gestión de la empresa adquirida.
- **Geográficamente, la inversión se dirigió a Latinoamérica y Europa**, muy especialmente Reino Unido, con algunas incursiones en Estados Unidos y Canadá. Fue por tanto muy focalizada, dejando al margen regiones como Asia con un gran número de economías emergentes. En este sentido, la inversión dio prioridad a aquellas áreas con lazos culturales, quedando a un lado países ajenos tanto geográfica como culturalmente.
- **En varias ocasiones las firmas sobre las que se basó la expansión en el país de destino fueron diferentes de las inicialmente adquiridas**, al aparecer oportunidades de comprar entidades de mayor tamaño, o más adecuadas a la estrategia del inversor. Igualmente se desinvirtió de aquellos mercados en los que se juzgó que la masa crítica no era suficiente para operar con rentabilidad en el país. Por tanto la inversión no solo obedeció a un criterio de focalización geográfica sino de negocio.
- Temporalmente, existió **un primer período de inversión en Latinoamérica** provocado por la oportunidad que representaba el proceso de privatizaciones en la región, **para posteriormente a la crisis de 2001-2002 enfocarse hacia Europa y EEUU para tratar de equilibrar el riesgo** que suponía su presencia en mercados emergentes, que si bien presentaban perspectivas de crecimiento también estaban sometidos a una mayor inestabilidad.

2.1. Sector Financiero

Una de las características del proceso de internacionalización del sector, fue la vocación de liderazgo de ambas entidades (Santander y BBVA) en los nuevos mercados abandonando aquellos donde por diversas causas no pudieron adquirir masa crítica suficiente. Esto hizo que a final del período la cuota alcanzada fuera realmente significativa, encontrándose los españoles entre los tres bancos primeros del ranking de aquellos países donde se habían introducido a través de adquisiciones.

Santander. Cuota de Mercado (2008)

Países	Oficinas (número)	Cuota (%)	Clientes ^{***} (millones)
España	4.369	18	12,5
Portugal	670	11	1,7
Brasil - Sao Paulo	1.874	4,5 - 10	6,7
México	1.018	14	7,4
Chile	370	19	2,3
Alemania ^{***}	54	16	2,5
Italia ^{***}	23	5	0,5
Puerto Rico	72	12	0,3
Venezuela	248	12	1,5
Colombia	87	5	1,2
Argentina	312	11	3,5

* Cuota en la actividad de Banca Comercial

** Se consideran clientes a los primeros titulares y cotitulares, siguiendo un criterio homogéneo para todo el Grupo que podría ser distinto del utilizado por alguno de sus Bancos. Se incluyen clientes de Banca Comercial y Gestión de Activos.

*** En financiación de automóviles

Fuente. Santander. Informe anual 2008

BBVA. Posición en Latinoamérica

Países	Depósitos				Créditos				Pensiones			
	Cuota (%)		Ranking		Cuota (%)		Ranking		Cuota (%)		Ranking	
	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006
Argentina	9,2	9,5	2º	1º	69,0	7,6	2º	2º	19,5	18,5	2º	2º
Chile	5,3	7,9	6º	4º	55,0	8,8	6º	4º	31,8	30,7	1º	1º
Colombia	7,3	11,7	3º	4º	75,0	11,5	3º	4º	24,6	17,2	1º	1º
México	30,4	26,0	1º	1º	29,4	30,0	1º	1º	22,8	19,2	1º	2º
Perú	19,0	24,7	3º	2º	13,6	27,4	3º	2º	25,2	23,7	3º	2º
Venezuela	18,4	9,7	2º	4º	17,9	11,8	3º	4º	-	-	-	-

Fuente: BBVA. Informe anual 2006

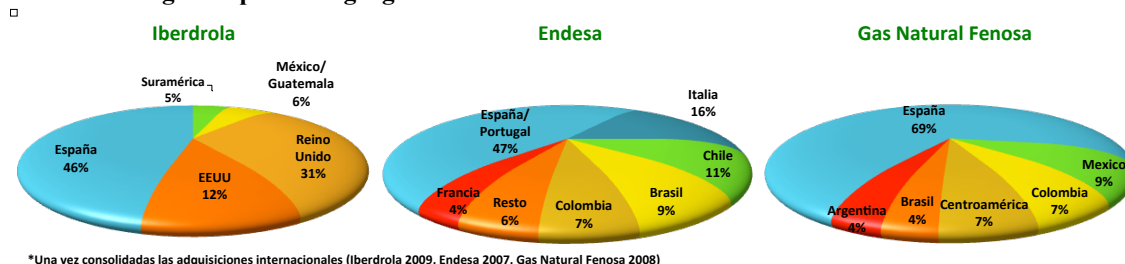
A finales del período, ambos bancos mantenían posiciones de liderazgo en países como México, donde BBVA era primero y Santander tercero, posición que también ocupaba este último entre los bancos privados de Brasil, por citar las áreas de mayor peso económico de la zona. Igualmente significativa era la posición de Santander en Reino Unido, donde Santander/Abbey tenía una importante cuota de mercado en hipotecas, así como la de sus unidades de crédito al consumo que ocupaban una posición destacada tanto en Alemania como en Italia o Polonia, y que fueron todas ellas gestadas en base a las sucesivas adquisiciones de operadores locales. Por último, citar la presencia de ambos, BBVA y Santander, en Estados Unidos, donde continuaban incrementando sus operaciones a pesar de los reveses iniciales debidos al momento en que se realizaron las mayores adquisiciones, poco antes de la crisis de deuda hipotecaria y financiera que sacudió el país, lo que las devaluó provocando significativas pérdidas sobre todo en las cuentas del banco vasco. En cuanto a su capitalización, ésta se multiplicó significativamente, debido en gran parte a la mayor dimensión obtenida en base a las adquisiciones estudiadas. En el caso de BBVA pasó de 5.900 a 67.800 M € y en el de Santander de 5.800 a 92.500 M €, con rentabilidades promedio de la acción del 15,7% anual para el banco vasco y 14,3% para el cántabro.

2.2. Petróleo y Energía

El proceso de adquisiciones del sector hizo que a finales del período las grandes empresas energéticas españolas, Repsol, Iberdrola, Endesa y Gas Natural Fenosa derivaran de promedio el 42% de sus ingresos del exterior, siendo Endesa la más internacionalizada con un 53% de ingresos obtenidos fuera de España. Por compañías, Iberdrola, que a lo largo del período desinvirtió de algunas de sus adquisiciones iniciales en países como Argentina o Colombia, se concentró como líder en los mercados de México, Guatemala (operaciones vendidas en 2011) y Brasil,

compensando el riesgo con mercados más estables como Reino Unido y Estados Unidos, cuyos ingresos representaban más de la mitad de los obtenidos en el exterior. Esta diversificación geográfica, junto al incremento de tamaño obtenido, contribuyó a crear una barrera defensiva frente a los potenciales movimientos hostiles por parte de alguno de los accionistas existentes o bien de sus competidores en el mercado europeo, y que desde siempre había formado parte de sus preocupaciones.

Eléctricas. Ingresos por área geográfica en 2007



En cuanto a Endesa, a lo largo del período pasó de ser un conglomerado de pequeñas generadoras y distribuidoras regionales dentro de España, a convertirse a finales de en la primera multinacional eléctrica privada de América Latina, siendo la primera firma del sector en Chile, Argentina, Colombia y Perú, y la tercera en Brasil. En Europa se encontraba presente significativamente en Italia, en menor medida en Francia, y con pequeñas participaciones en Polonia y Turquía. Por último, referente a Gas Natural Fenosa, en el momento de la fusión en 2009, esta última derivaba más del 50% de su negocio internacional de Colombia y México, mientras que Gas Natural concentraba su negocio gasista en Argentina y Brasil y el de generación de electricidad en México.

La dimensión ganada internacionalmente por las eléctricas españolas las situó dentro del ranking Fortune 500 de las mayores empresas del mundo, ocupando Endesa e Iberdrola las posiciones 11 y 12 entre las mayores *utilities* por cifra de ingresos, incrementándose su capitalización durante el periodo un promedio de un 14,5% anual. La internacionalización de este sector no solo contribuyó a dotar de dimensión a sus empresas, sino que las permitió equilibrar los segmentos en los que operaban: generación, distribución, gas, etc. Y si bien esta expansión no estuvo exenta de situaciones difíciles a principios de la década de los 2000 por la crisis energética de Suramérica, asociada a los vaivenes macroeconómicos de las dos grandes economías de la región; sin embargo, la recuperación posterior, unida a la diversificación de la inversión hacia Europa y Estados Unidos, y la incursión en renovables, hicieron a estas firmas más atractivas a los mercados, propiciando la toma de Endesa, la expansión de Iberdrola a Reino Unido y la fusión de Gas Natural y Fenosa, acontecida posteriormente.

Finalmente, en cuanto a Repsol, la internacionalización de la compañía vino fundamentalmente derivada de la compra de la argentina YPF en 1999, que no solo provocó la lógica diversificación geográfica sino que trajo consigo un mayor equilibrio entre sus actividades de *upstream* (exploración y producción) y *downstream* (refino y marketing). En cuanto al resultado, éste no tuvo un reflejo paralelo al incremento de ingresos debido a la disminución de la contribución de YPF que fue languideciendo a lo largo del período y de los más de 3.000 M € que aportó en 2000, justo antes de la crisis argentina paso a los 1.412 M €, algo menos de la mitad en 2007. En cuanto a distribución, Repsol YPF contaba con una red total de 6.514 estaciones de servicio en todo el mundo, 3.146 de ellas fuera de España, en gran parte consecuencia de la

adquisición de la argentina. Sin embargo, como es sabido, a partir de 2008 surgieron diferencias en cuanto a la propiedad de YPF, obligando a la española a sucesivas desinversiones a socios locales, que culminaron con la expropiación por parte del gobierno argentino en 2012 y el posterior acuerdo de indemnización en 2014.

2.3. Construcción

El proceso de internacionalización del sector cambió el perfil de las constructoras españolas respecto a la década anterior, incrementando notablemente su dimensión. Como consecuencia de ello, a finales de 2007, tres de las siete mayores constructoras europeas eran españolas y según la revista americana Public Works Financing, las seis mayores compañías del sector en España (ACS, Ferrovial, Sacyr, OHL, Abertis y FCC) se encontraban entre las 12 primeras del mundo por obras en ejecución, concesiones de gestión de infraestructuras de transporte (autopistas, puertos, aeropuertos y ferrocarriles) y obras en proceso de licitación, superando los 150 MM \$ el valor agregado (deuda y capital) de los proyectos en los que se encontraban constructoras españolas. Esta mayor dimensión no solo se vio reflejada en los rankings internacionales sino en el índice de la Bolsa española, de forma que a finales del período más del 20% de las empresas del Ibex-35 provenían del sector, sin duda uno de los índices con mayor peso de firmas constructoras e inmobiliarias. El grado de internacionalización promedio alcanzado durante el período fue del 35%, liderado por Ferrovial, la más internacionalizada de todas ellas con un 63% de ingresos provenientes del extranjero, Abertis (48%) y FCC (36%). Dado que muchas de las adquisiciones exteriores se orientaron a otros negocios ajenos a la propia construcción, su dependencia de la misma se redujo a lo largo del período hasta el 42% de su cifra de ingresos, en detrimento de las concesiones y los servicios medioambientales y logísticos que ganaron peso en el mix de estas firmas.

Constructoras. Porcentaje de ingresos por actividad y área geográfica (2007)

Empresa	Construcción	Inmobiliario	Concesiones	Energía	Serv. y log. Medio-ambiental	Otros	Total	Nacional	Internacional
Ferrovial	36%	0%	33%	0%	31%	0%	14.630	37%	63%
Abertis	0%	0%	89%	0%	0%	11%	3.620	52%	48%
FCC	50%	3%	0%	0%	34%	13%	13.881	64%	36%
OHL	85%	0%	11%	0%	4%	0%	3.764	70%	30%
ACS	34%	0%	0%	28%	13%	25%	21.312	76%	24%
Sacyr	56%	24%	9%	0%	11%	0%	5.760	79%	21%
Acciona	46%	6%	0%	29%	19%	0%	7.953	81%	19%
Total	42%	3%	13%	12%	20%	11%	3.765	65%	35%

Fuente: Informes Anuales

La internacionalización no solo tuvo efectos en su mayor dimensión, sino que la experiencia y el prestigio adquirido por muchas de ellas en la ejecución de obras internacionales de evidente complejidad, las situó en una magnífica posición para conseguir otros grandes contratos, sobre todo en el área de autopistas, y ferroviario. Sin embargo, a pesar de estos beneficios, fue penalizada por los mercados en base al fuerte apalancamiento que supuso. A finales de 2007, el ratio promedio Deuda/EBITDA de las empresas analizadas se situaba en 6,9 veces, frente a 3 del conjunto de empresas del Ibex-35, algo que ya en ese mismo año afectó a su credibilidad financiera, dando lugar a fuertes caídas en la cotización de estas firmas, mucho mayores que las que cabría esperar por efecto de la mera reducción de beneficios, y claramente lastradas por la posibilidad de insolvencia.

2.4. Telecomunicaciones

Tras algo más de doce años de expansión, en su mayor parte a través de adquisiciones, a finales de 2007, Telefónica era la primera multinacional española por ingresos ocupando el puesto 37 entre las de mayor capitalización del mundo, frente al 192 que ocupaba en 1995 al inicio del período. Dentro del sector de telecomunicaciones, era la cuarta compañía por número de accesos totales e igualmente por capitalización, por delante de operadores que habían sido monopolio en países con mucha mayor dimensión que España tanto en términos de habitantes como de PIB. No cabe duda que este acusado crecimiento en tan solo doce años fue debido a la expansión de sus negocios internacionales, hecho completamente atribuible al proceso de adquisiciones sucesivas que le permitieron posicionarse en los países de destino, alcanzando el control de las compañías en las que operaba. Con excepción de Brasil, cuyo 50% restante estaba en manos de Portugal Telecom y fue adquirido con posterioridad (2010), dicho control era abrumadoramente mayoritario en todos los mercados en los que operaba, y continuó siéndolo durante la crisis 2008-2012, puesto que a diferencia de las constructoras o los bancos, Telefónica no tuvo necesidad de vender sus participaciones en el exterior para fortalecer su estructura de capital, por cuanto el sector de telecomunicaciones no sufrió en la misma medida que el resto los efectos de la crisis económica.

A lo largo del período las adquisiciones de Telefónica (inversiones menos desinversiones) superaron la cifra de 81.000 M €, distribuidas entre Latinoamérica, Europa y el sector de medios audiovisuales, que abandonó posteriormente en función del cambio estratégico acerca de los contenidos. Esta enorme actividad corporativa tuvo luces y sombras en cuanto a resultados. Mientras algunas inversiones como las de Lycos las licencias 3G en Europa se saldaron con cuantiosas pérdidas, otras operaciones, como las adquisiciones realizadas en Brasil o Reino Unido, le permitieron alcanzar el liderazgo en dichos mercados. Durante el período, los ingresos provenientes de las actividades internacionales pasaron de 1.689 M € a principios del período a los 34.536 M € en 2007, un 63% del total, lo que no solo supuso un enorme salto cuantitativo sino una amplia diversificación en términos de mercados. Todo ello hizo de Telefónica una de las operadoras más internacionalizadas del mundo, solo por detrás de la británica Vodafone manteniendo altas cuotas de participación en los mercados en los que operaba, en gran parte debido al hecho de haber preferido una política de focalización frente a una de expansión indiscriminada. La renuncia a los grandes mercados emergentes asiáticos le permitió concentrarse en Europa y Latinoamérica, sus dos hábitats naturales, alcanzando posiciones de liderazgo en los mismos.

Finalmente, el hecho de que una buena parte de las adquisiciones, sobre todo las de comienzos de los 2000 se realizara con acciones, permitió mantener unos niveles de endeudamiento razonables, lo que a su vez dio margen para mantener una generosa política de dividendos, interrumpida abruptamente en 2012, como consecuencia del cierre de los mercados de deuda a las firmas españolas. A finales del período (2007), la deuda financiera neta se situaba en los 47.241 M €, equivalente a 2,2 x EBITDA y a un 45% de su capitalización. En cuanto al precio de su acción, si bien sufrió un retroceso tras el estallido de la burbuja tecnológica, la inversión en licencias 3G y la crisis argentina, ésta se recuperó posteriormente debido a la pujanza de sus operaciones en América Latina, de forma que en el conjunto de los doce años estudiados su *performance* prácticamente duplicó al del Ibex-35.

3. Posicionamiento Estratégico de las firmas internacionalizadas

Uno de los resultados más tangibles de la expansión internacional fue el posicionamiento de estas firmas como líderes europeos, y en algunos casos mundiales, dentro de sus respectivos sectores de actividad. Entre 1996 y 2007, España fue el único de los países desarrollados que incrementó el número de empresas en el ranking de las 500 mayores del mundo por capitalización. A pesar de la pujanza de los países emergentes, cuyas empresas incrementaron significativamente su tamaño durante el período, a finales de 2007 eran 14 las compañías españolas dentro del ranking FT500 frente a solo 6 tan solo doce años antes. Algunas de ellas encabezaba sus clasificaciones sectoriales, como Banco Santander, la entidad de mayor capitalización de la Eurozona, Telefónica, mayor operadora europea y cuarta mundial, o las constructoras españolas internacionalizadas situadas entre las diez mayores del sector. Asimismo muchas lograron una posición de liderazgo dentro de los mercados en que operaban, algunos de fuerte crecimiento como México, donde el primer banco del país y la primera eléctrica son españolas; Brasil donde la primera operadora de telecomunicaciones y el cuarto mayor banco también lo eran; y de igual modo Chile, Argentina, Perú, Colombia y Venezuela entre otros. Aunque más puntual, también lograron reconocimiento en mercados desarrollados, como el caso de Ferrovial, mayor concesionario privado de autopistas en Estados Unidos o Canadá y de aeropuertos en Reino Unido, país donde Telefónica alcanzó el liderazgo como operador de móviles y donde Iberdrola adquirió Scottish Power convirtiéndose en la tercera eléctrica del país. Este posicionamiento en los mercados internacionales hizo que a finales de 2007 más del 47% de los ingresos de las firmas analizadas y más del 41% del resultado procediera de fuera de España, frente al 7 % aproximadamente a finales de 1995.

La apertura al exterior, aparte del lógico efecto de diversificación geográfica, produjo otro relativo a sus operaciones, lo que por ejemplo permitió a las constructoras convertirse en concesionarias, disminuyendo su dependencia del negocio cíclico de la construcción en España. Y si bien no estuvo exenta de riesgos, como las crisis de Brasil y Argentina, y otros derivados de la inseguridad jurídica que se resolvieron con salidas pactadas (Venezuela y Bolivia) o forzadas (YPF en 2012); no cabe duda de que la expansión internacional fue la responsable de que al final del período estas firmas fueran consideradas *global players* en sus sectores de actividad, un hecho decisivo a la hora de ser consideradas candidatas a la ejecución de grandes proyectos internacionales, algo que de otra forma no hubiera sido posible.

En cuanto a su comportamiento bursátil, éste estuvo fuertemente ligado al del índice dado su peso (71,7%) en el mismo. Ello permite deducir que el incremento de sus cotizaciones fue claramente superior al de sus competidores europeos, aunque no muy diferenciado de los nacionales, cuyos valores también subieron con fuerza durante el período. Un análisis más detallado muestra la fuerte correlación que existió entre el incremento anual de beneficio de estas firmas y su aumento de capitalización (18,2%), que se tradujo en un rendimiento de sus acciones en Bolsa prácticamente igual a la del Ibex con dividendo (15,7%). Ello permite deducir que solo el crecimiento del beneficio doméstico (13,8%) ya justificaría gran parte de dicha revalorización, de forma que los resultados dentro de España vendrían a explicar aproximadamente tres cuartas partes del incremento de precio de sus acciones, contribuyendo la expansión exterior en bastante menor medida.

Por tanto, como resumen del impacto que las adquisiciones internacionales tuvieron en el posicionamiento global de estas firmas cabría destacar los siguientes puntos

- **La internacionalización de las grandes firmas españolas durante el período analizado las hizo ganar dimensión**, de forma que mientras en 1996 solo había seis entre las 500 mayores del mundo por capitalización, en 2007 dicho número se había incrementado hasta catorce, siendo España el cuarto país europeo por delante de Italia en cuanto a número de empresas en dicho ranking.
- **La expansión exterior no fue indiscriminada, sino que las firmas buscaron el liderazgo en los mercados de destino**. Especialmente relevante fue su posicionamiento en América Latina, donde las compañías españolas se encontraban entre las primeras de sectores clave como la energía, la banca y las telecomunicaciones.
- El hecho de que una buena parte de **la expansión fuera en países emergentes dentro de una misma región, con economías conectadas entre sí, redujo el efecto de diversificación geográfica del riesgo**, que fue compensado con la posterior expansión a Europa y en menor medida a Estados Unidos.
- El impacto de la internacionalización en la capitalización y la evolución del precio de las acciones de las grandes empresas españolas y del Ibex en su conjunto vino derivado del incremento de tamaño que produjo en la firmas compradoras, y no tanto de la rentabilidad obtenida con la inversión exterior.
 - o Durante el período, el índice Ibex-35, compuesto en su mayoría (71,7%) por estas firmas, se revalorizó más que sus homólogos de la zona Euro y significativamente más que el FTSE o el S&P-500.
 - o Dentro de la Bolsa española, sin embargo no se aprecia una diferencia importante entre la evolución de éstas con sus competidores de menor tamaño, muchos de ellos también en el Ibex y otros en el IGBM, que incluso resultó ligeramente más rentable que el Ibex en el período. El análisis sectorial confirma que, en general, el rendimiento de estas firmas fue superior al de sus competidores europeos, sin que pueda afirmarse lo mismo respecto a los locales.
 - o El mayor rendimiento respecto a sus homólogos europeos vendría explicado en su mayor parte por la fortaleza del mercado interior y el incremento de ingresos y márgenes del mismo, y en bastante menor medida por la expansión internacional, teniendo en cuenta además que las firmas adquiridas en general tenían márgenes inferiores a las españolas .
- Como conclusión final puede afirmarse que **el proceso de internacionalización a través de adquisiciones dotó a las firmas españolas de una masa crítica de la que carecían**, convirtiéndolas en líderes en algunos de los países destinatarios de la inversión, diversificando su riesgo y aliviando su exposición al ciclo de la economía española. Sin embargo, **el proceso no parece que fuera el responsable de la fuerte revalorización de sus acciones durante el período**, que se explicaría en su mayor parte por el crecimiento de las operaciones y beneficios en el mercado interior.

4. Creación de valor (rentabilidad) para el accionista

Una vez analizado cualitativamente el posicionamiento estratégico de las firmas compradoras como consecuencia de sus adquisiciones, se ha procedido a calcular el valor creado para los accionistas, medio en términos de rendimiento de la inversión. A pesar de las dificultades que una medición así representa, tanto por el largo plazo como por la volatilidad de valoraciones, derivada tanto de la fecha como del múltiplo que se utilice; tras una serie de análisis se ha valorado el negocio internacional a finales de 2008, con un retardo de un año sobre el período de adquisiciones, comparándolo con el precio de compra y los dividendos atribuibles a las adquisiciones internacionales realizadas durante el período. En concreto la fórmula utilizada para calcular la tasa interna de retorno (TIR) es la siguiente:

$$- \text{Inversión}/(\text{Desinversión}) \text{ en Adquisiciones Internacionales } t + \text{Dividendos recibidos atribuibles al Negocio Internacional}_{(t+1,t+2,...)} + \text{Valor del Negocio Internacional}_{(2008)} = 0$$

Para ello se han determinado los tres parámetros que intervienen en la fórmula:

- Cifra de inversión de cada año en adquisiciones transnacionales.
- Dividendos atribuibles a la inversión anterior.
- Valor del negocio internacional de las firmas seleccionadas a finales del período.

- La cifra de inversión proviene de la base de datos de adquisiciones elaborada (Anexo 1). Su conversión a euros se ha realizado según lo reportado por la propia firma, o bien al tipo de cambio del final del período seleccionado.
- Los dividendos atribuibles al negocio internacional se obtienen aplicando al dividendo total distribuido por cada compañía, el porcentaje del resultado neto proveniente de su actividad exterior. Caso de no haberse publicado éste, se calcula sobre el resultado de explotación, y en su ausencia en función de los ingresos.
- La valoración a finales del período del negocio internacional, se calcula utilizando como múltiplo de valoración el Cyclically Adjusted Price Earnings ratio (CAPE o P/E10), del profesor R.Shiller, obtenido para cada una de las firmas estudiadas de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$\text{CAPE} = \text{Capitalización } t / (\text{Resultado Neto}_{(t \text{ a } t-10)} \text{ ajustado por el IPC})$$

La razón de su utilización es (1) la necesidad de que el múltiplo se refiera al resultado neto de la sociedad dominante, debido a los intereses minoritarios en muchas adquisiciones y (2) evitar las oscilaciones del P/E con el ciclo económico, generalmente alto en los períodos de contracción por la depresión de los beneficios, y bajo en los de expansión por lo contrario.

Tras obtener el múltiplo, éste se aplica sobre los resultados en el exterior de las firmas analizadas, llegando a una valoración de su negocio internacional de 201,0 MM €, equivalente a un 70,7% del total de la capitalización de estas firmas a finales de 2008 y un 45,4% de la resultante a finales de 2007, la mayor del período 2000-2013. Considerando que los ingresos internacionales de estas empresas suponían un 47,2% de sus ingresos totales, se entiende que la valoración calculada está en línea con dicho porcentaje y responde a parámetros razonables de mercado.

Finalmente se ha procedido a calcular el rendimiento de la inversión, comparando el valor de adquisiciones con los dividendos atribuibles al negocio internacional en cada período y el valor de mercado de dichas operaciones a finales del mismo, obteniendo una TIR para el conjunto de las firmas analizadas del 1,69%

Cálculo de la Rentabilidad (TIR) para el accionista de las Adquisiciones Internacionales

TOTAL	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	(3.344)	(7.879)	(9.949)	(23.606)	(53.867)	(8.544)	(4.812)	(2.536)	(24.598)	(8.084)	(36.932)	(32.114)	0
Dividendo Total	2.713	3.077	2.770	3.418	4.248	4.457	5.974	7.088	8.476	11.859	12.949	15.814	18.793
% Internacional	9,0%	14,3%	11,2%	13,6%	25,9%	38,7%	26,9%	30,7%	33,5%	35,5%	38,2%	41,2%	44,9%
Div Internacional	243	440	310	463	1.102	1.725	1.605	2.176	2.842	4.207	4.941	6.510	8.446
Valoración													201.021
FC Accionista	(3.101)	(7.439)	(9.639)	(23.143)	(52.765)	(6.819)	(3.207)	(360)	(21.756)	(3.877)	(31.991)	(25.604)	209.468
TIR Accionista	1,69%												

Fuente: Elaboración Propia.

El desglose de los datos utilizados y su evolución a lo largo del tiempo es como sigue:

- **El valor total de adquisiciones** realizadas durante el período (1996-2007) fue muy alto, alcanzando la cifra total de **216,3 MM €**, siendo 1999, 2006 y 2007 los años de mayor actividad.
- El dividendo total distribuido por estas 10 firmas se incrementó desde los 2,7 MM € en 1996 a los 18,8 MM € en 2008.. De dicho dividendo, el atribuible a los negocios exteriores pasó de representar un 9,1% del total en 1996 a suponer un 44,9% en 2008, lo que en valor significa multiplicarlo por más de 32, dando una idea de la rápida internacionalización. **El dividendo total atribuible al negocio exterior durante el período fue de 35,0 MM €.**
- **La valoración del negocio internacional** a finales de 2008, de acuerdo al múltiplo aplicado es de **201,0 MM €**, una cifra 7% inferior a la inversión total realizada.

Como consecuencia de lo anterior la tasa interna de retorno calculada se sitúa muy por debajo tanto del promedio aritmético como geométrico de la tasa libre de riesgo durante el período, resultando el sector financiero el único con un rendimiento superior a la misma. Entre los factores que más contribuyeron a la baja rentabilidad de la inversión destacar los siguientes:

- **El elevado precio abonado por ciertas adquisiciones**, realizadas en un ciclo expansivo de la economía, cuando las valoraciones eran altas, y que además contenía en muchas ocasiones una prima de control.
- **Tipo de cambio desfavorable respecto al dólar y la libra esterlina** en el momento de realizar las adquisiciones en Latinoamérica y Reino Unido; las primeras en años de paridad US\$/€ y las segundas a un cambio entre 1,40 y 1,50 € por £, muy lejos de sus cotizaciones medias y últimas del período.
- **Menor rendimiento relativo del negocio internacional frente al doméstico**, con márgenes inferiores en la mayoría de los casos a los que dichas firmas obtenían en España, lo que hizo que durante un período de tiempo su performance lastrara porcentualmente el beneficio.

En una aproximación inicial, el impacto total de los tres factores anteriores puede estimarse en unos 49 MM €. Descontando este ahorro teórico de la cifra de adquisiciones, el rendimiento de la inversión se elevaría hasta niveles próximos al 5%.

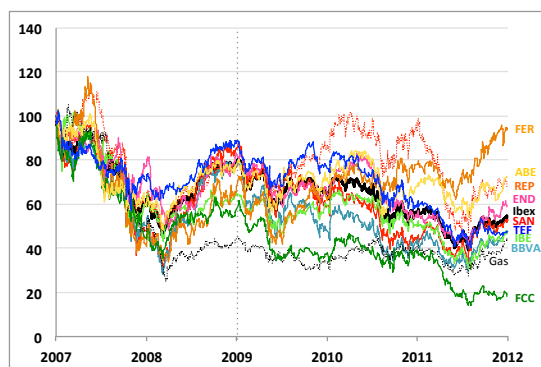
5. Resistencia a la crisis económica 2008-12.

Para el objetivo del estudio, la larga crisis iniciada en 2008 se ha dividido en dos partes: una primera, que comprendió 2008 y 2009, cuyo origen fue una crisis financiera internacional y una segunda entre los años 2010 y 2012 asociada a los desequilibrios de la propia economía española y a las tensiones de la zona Euro. Mientras la primera puede concluirse fue benigna en términos generales para las firmas españolas internacionalizadas, con menor caída de resultados y del precio de sus acciones, no así la segunda, que los arrastró completamente, haciendo retroceder seriamente al índice español, que en el conjunto de los cinco años de recesión fue uno de los peores del continente.

Ibex 35 vs Índices europeos (2008-12)



Firmas internacionalizadas. Precio de la acción



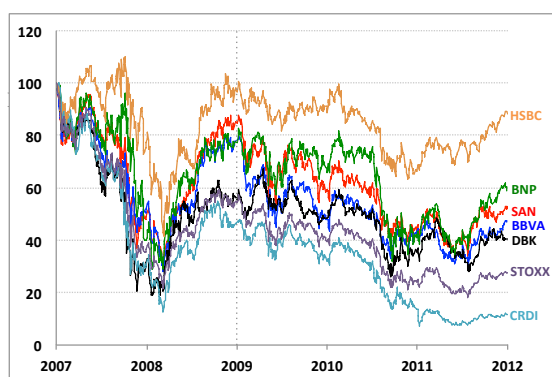
Fuente: Dastastream

El hecho de ser España una economía abierta provocó que la recesión internacional iniciada en agosto de 2007 le afectara al igual que al resto de países desarrollados. Sin embargo, durante la primera parte de la crisis (2008-2009), las grandes firmas internacionalizadas, con algunas excepciones, lograron compensar en parte la caída de resultados locales con los obtenidos en el exterior, sobre todo en Latinoamérica, lo que atenuó la caída de sus cotizaciones. No sucedió de igual forma durante la segunda parte (2010-12), cuando las dudas sobre las finanzas públicas españolas dentro de un contexto de incertidumbre sobre el Euro, repercutieron negativamente sobre la Bolsa, arrastrando también a las firmas internacionalizadas al prevalecer su asociación al país de origen sobre el menor riesgo que suponía su diversificación geográfica. Incluso aquellas que mantuvieron o incrementaron su beneficio durante el período se vieron castigadas en su cotización, sufriendo además severas dificultades de financiamiento por el hecho de ser españolas. En conjunto, el resultado de esta segunda parte pesó más que el de la primera, y en el cómputo total de los cinco años (2008-12), el índice español pasó de los 15.180 a los 8.168 puntos, una pérdida del 47,2% de su valor. Dado el alto peso de las firmas internacionalizadas en el índice, su comportamiento fue muy similar, oscilando entre el 36,2% de revalorización de Ferrovial y el 68,2% de pérdida de FCC. Puede concluirse por tanto que mientras su diversificación geográfica contribuyó a que los inversores tuvieran una percepción favorable de ellas al inicio de la crisis; sin embargo ésta no pudo mantenerse en el tiempo debido a la intensidad de la recesión en el país de origen, lo que finalmente acabó lastrando sus cotizaciones.

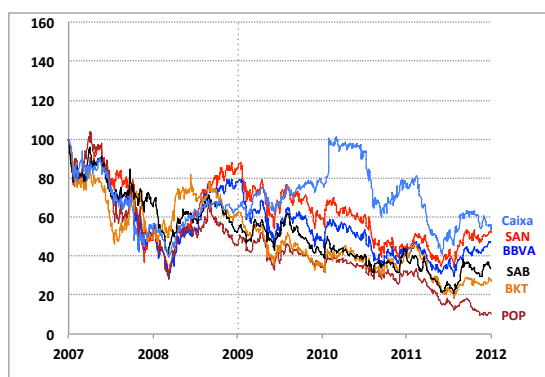
5.1. Sector Financiero

En el conjunto del período, los dos grandes bancos internacionalizados tuvieron un mejor comportamiento que la mayoría de sus competidores europeos y locales, en parte como consecuencia de su diversificación sobre todo en Latinoamérica y en Estados Unidos, en este último a partir de 2010. Mientras que durante la crisis financiera mundial sus acciones resistieron mejor, por su menor exposición a la banca de inversión así como por su diversificación en países resistentes al ciclo bajista; en la crisis del Euro su ventaja se diluyó ante la mayor percepción del riesgo de estas entidades por parte de los mercados, derivado de su exposición a la deuda soberana, al mercado inmobiliario, a las nuevas exigencias de capital y a otros factores asociados con la economía española.

SAN y BBVA vs Competidores europeos



SAN y BBVA vs Competidores Locales



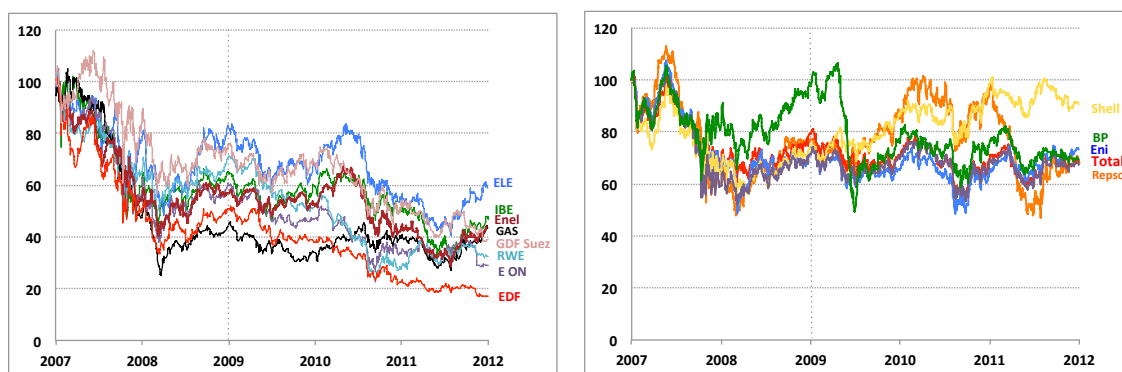
Fuente: Datastream

En el cómputo global de los cinco años de crisis analizados, BBVA y Santander retrocedieron un 53,8% y un 47,1% respecto a su valor a principios de 2008, frente a un 72,4% del Eurostoxx Banks y un 67,4 % de Sabadell, un 73% de Bankinter y un 89,6% de Popular, como muestra de sus competidores locales. Por consiguiente puede afirmarse que su diversificación a base de adquisiciones fuera de España en el período anterior contribuyó a su mayor resistencia a la crisis, tanto frente a los competidores locales como europeos; si bien en la segunda parte su performance fue peor que estos últimos debido a su consideración de bancos españoles por parte del mercado.

5.2. Petróleo y Energía

En el global de la crisis, las eléctricas españolas, perdieron cerca del 50% de su valor, un comportamiento algo mejor que sus homólogas del continente. Mientras la menor demanda energética en los mercados desarrollados y su mayor exposición a las energías renovables, objeto de revisión regulatoria, lastraron sus resultados, estos fueron parcialmente compensados por el empuje de Latinoamérica. Este impacto fue superior en el caso de Endesa, mientras que Iberdrola resultó afectada por el menor margen de sus operaciones en Reino Unido. Por su parte Gas Natural, que sufrió un fuerte castigo por su fusión con Unión Fenosa en 2009, logró recuperar parcialmente su cotización en estos años. En el cómputo de los cinco años de crisis, las acciones de Endesa perdieron un 41,3%, las de Iberdrola un 52,3% y las de Gas Natural un 56,7%, lo cual compara positivamente con las pérdidas sufrida por sus competidoras del continente: Enel (-56%), GDF Suez (-61,1%), RWE (-67,5%), E-On (-71%) y EDF (-82,8%).

Eléctricas vs Competidores Europeos. Cotización. Repsol vs Competidores Europeos. Cotización.



Fuente: Datastream

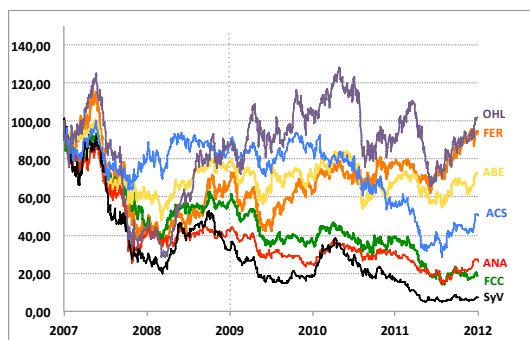
En cuanto a Repsol, la cotización de su acción corrió en paralelo con la de sus competidores, hasta que finalmente se desplomó con la expropiación en abril de 2012 por parte del gobierno argentino de su participada YPF. En el conjunto de los cinco años sus acciones perdieron un 32,2%, un descenso similar al de sus competidores Total (-31,4%), BP (-30,9%), Eni (-26,8%), si bien significativamente mayor al de Royal Dutch Shell (-9,6%).

5.3. Construcción

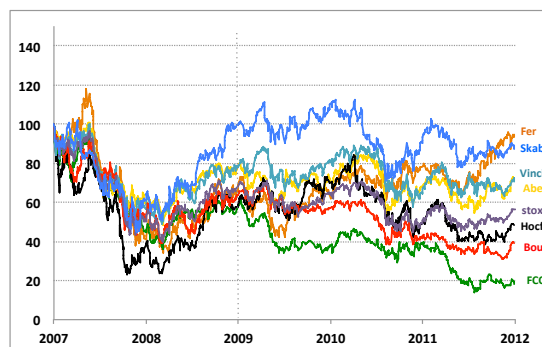
Las constructoras más internacionalizadas a través de adquisiciones (Ferrovial, Abertis y FCC) sufrieron sobre todo en la primera parte de la crisis como consecuencia del brusco descenso de la inversión en infraestructuras en España, así como por las interrogantes planteadas acerca de su estructura financiera y el performance de alguna de sus adquisiciones internacionales, tales como BAA y Alpine. Durante la segunda parte (2009-12) tuvieron un comportamiento dispar. Mientras, una vez encarrilados sus problemas con la autoridad británica, Ferrovial demostró la calidad de sus activos una vez desinvertió algunos selectivamente equilibrando sus ratios de deuda, FCC por el contrario sufrió en su cotización debido a su mayor dependencia de la construcción así como el bajo performance de sus adquisiciones internacionales y su alto endeudamiento. En medio, Abertis que resistió mejor debido a su diversificación fuera de las infraestructuras de transporte terrestre y su menor exposición al ciclo. En total, las acciones de Ferrovial o se revalorizaron un 36,2%, tras haber perdido en 2009 casi 2/3 del valor inicial, las de Abertis únicamente descendieron un 8,5%, mientras que FCC perdió un 68,3%. Ello compara con subidas del 16,2% para OHL y caídas de Acciona (-38,3%), ACS (-41,6%) y Sacyr (-77,3%), en tanto que internacionalmente el Eurostoxx Construction & Materials perdió un 16,9%, en línea con los descensos de las firmas europeas tales como Vinci (-8,8%), Skanska (-12,7%), Hochtief, (-17,9%) y Bouygues (-38,5%).

Por tanto hubo dos factores en la mayor resistencia de las firmas internacionalizadas: el primero su expansión exterior y el segundo su diversificación hacia las concesiones, que actuó como antídoto del carácter cíclico de la construcción. De ahí que la acción de peor comportamiento fuera FCC, con ratios de deuda similar a Ferrovial y Abertis, pero con un porcentaje menor de concesiones dentro del global de su actividad.

Constructoras Españolas. Cotización



Constructoras Europeas. Cotización



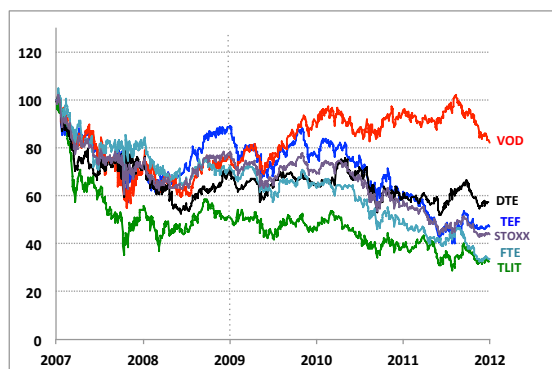
Fuente: Datastream

5.4. Telecomunicaciones

En el conjunto de los cinco años analizados, la acción de Telefónica perdió un 52,9% de su valor, una caída similar al Eurostxxx Telecom (-57,2%). Su performance fue muy dispar a lo largo del período. Mientras en los dos primeros años resultó la clara ganadora, por el crecimiento de sus operaciones en Brasil y otros mercados emergentes, durante la crisis de deuda soberana su cotización se vio lastrada por la singular caída de

ingresos y márgenes en el mercado doméstico así como por sus ratios de deuda en un contexto de difícil acceso en los mercados, dado el carácter español de la firma. En estos años tomó medidas excepcionales para salvaguardar su liquidez y asegurar su solvencia, entre ellas la supresión del dividendo en 2012, lo que a su vez presionó su acción a la baja. Aún así, su rendimiento fue mejor que el de Telecom Italia (-67,8%) y France Telecom, (-66,1%) ambas expuestas a la debilidad de sus mercados

Telecos Europeas. Cotización



locales, aunque peor que el de Deutsche Telecom (-42,7%) y sobre todo que el de Vodafone (-17,8%), la más diversificada geográficamente y cuya moneda funcional no era el euro. Por consiguiente la expansión exterior de Telefónica actuó como barrera de contención al inicio de la crisis económica salvaguardando el resultado de la operadora, pero no así en la segunda parte de la misma, donde los inversores centraron su atención sobre la fuerte caída de ingresos en sus mercados desarrollados y sobre su apalancamiento, juzgado elevado en un contexto de dificultad de acceso a los mercados de deuda.

6. Conclusión Final. Vías de Investigación Posterior

En el trabajo se ha abordado la expansión exterior de las firmas españolas a través de adquisiciones durante el período 1996-2007 con el objetivo (1) de analizar las causas que lo generaron y el desarrollo de los procesos de compra; (2) de medir la creación de valor para el accionista en términos de rentabilidad de la inversión y de posicionamiento estratégico a largo plazo y (3) de estudiar la resistencia de las firmas internacionalizadas a la crisis económica posterior. Para ello se ha creado una base de datos con 375 operaciones de compra de empresas extranjeras realizadas por las diez mayores firmas adquisitivas en el período, que a su vez representan una capitalización equivalente al 71,7% del Ibex-35 a finales de 2007, siendo por tanto representativas del índice.

De las conclusiones del trabajo se extrae que la expansión exterior de las firmas españolas en el período 1996-2007 vino determinada por una serie de circunstancias tales como los procesos de privatización en Latinoamérica; el fuerte incremento de beneficios en el mercado interior, consecuencia del largo ciclo expansivo de la economía española; la necesidad de mayor dimensión determinada por la globalización; y otras como la diversificación geográfica del riesgo o el incremento de la competencia en un entorno europeo de moneda única. En cuanto al resultado del proceso, si bien se consiguió posicionar muchas de estas firmas como líderes globales en sus sectores de actividad; sin embargo, del análisis efectuado, se desprende que dichas adquisiciones fallaron en su objetivo de crear valor para el accionista en términos de rendimiento para su inversión. Igualmente se concluye que la revalorización bursátil en el periodo de estudio obedeció más al incremento de sus resultados dentro de España que a su expansión internacional. No obstante lo anterior, su diversificación geográfica en mercados emergentes hizo que durante la crisis financiera internacional 2008-09 su comportamiento en cuanto a resultados y cotización bursátil fuera mejor que el de sus principales competidores nacionales y europeos; ventaja ésta que se perdió en la continuación de dicha crisis en la zona Euro 2010-12, cuando las incertidumbres sobre la economía española en su conjunto, lastraron las cotizaciones de la gran mayoría de estas firmas.

En cuanto a las vías de investigación que este trabajo pueda abrir, entendemos que vendrán derivadas de la utilización de la base de datos de adquisiciones generada, que podrá ampliarse a operaciones realizadas con posterioridad o bien a las procedentes de otras firmas. Igualmente podrá segmentarse de forma distinta para analizar en mayor profundidad diferentes aspectos del proceso de internacionalización. Otras vías pueden venir de un análisis con enfoque diferente de la creación de valor del accionista, bien utilizando otras metodologías, o incluso ponderando el distinto riesgo en función de los países de destino o el asumido por el accionista al realizar estas inversiones en cada momento. Por último, en cuanto al comportamiento de las firmas internacionalizadas frente a la crisis económica, su estudio podrá ampliarse, una vez se disponga de una perspectiva más amplia de las causas que la motivaron y su desarrollo final, puesto que en ese sentido y por razones de proximidad temporal, el alcance de este estudio al respecto es sin duda limitado.

Anexo 1

Adquisiciones y Desinversiones (1996- 2007)

Banco Santander Adquisiciones y Desinversiones (1996-2007)

Entidad	País	%	Euros	US \$	Año	Comentario
O'Higgings	Chile	50,0%	24		1993	BCH crea O'Higgings Central Hispano con Grupo Luksic
Interandino y Mercantil	Perú	100,0%	65		1995	
CC Holding	Alemania	50,0%	150		1996	Compra a RBS del restante 50%
BCH Puerto Rico	Puerto Rico	99,3%	216		1996	Compra al BCH de su filial en Puerto Rico
Banco Osorno y La Unión	Chile	49,1%	741		1996	Fusión con Santander Chile. Precio estimado en proporción a la compra adicional.
Banco Osorno y La Unión Chile	Chile	25,5%	385		1996	Compra adicional
Banco de Venezuela	Venezuela	94,0%	320	\$351	1997	
InverMéxico	México	51,0%	111	\$122	1997	Compra de participación
InverMéxico	México	17,5%	38	\$42	1997	Fusión con Santander México. Precio estimado en proporción a compra anterior
Banco Comercial Antioqueño	Colombia	55,0%	128	\$141	1997	
Invercrédito	Colombia	100,0%	87	\$95	1997	Comprada por el Comercial Antioqueño
Banco Río de la Plata	Argentina	35,1%	597	\$656	1997	
Banco Geral do Comercio	Brasil	50,0%	155	\$170	1997	
Caseg	Brasil	50,0%	17	\$19	1997	
Banco Noroeste	Brasil	51,0%	457	\$537	1998	Adquirido a través de Banco Santander Brasil
Banco Noroeste	Brasil		171	\$201	1998	Ampliación de capital de Banco Noroeste
Banco Geral (Santander Brasil)	Brasil	50,0%	187	\$219	1998	Resto de Banco Geral do Comercio (denominado Santander Brasil)
Banco Santander Brasil	Brasil		261	\$307	1998	Ampliación de Capital en Brasil
Banco Noroeste	Brasil	5,6%	23	\$27	1998	
Banco Río de la Plata	Argentina	16,1%	129	\$152	1998	Adquiere acciones de Banco Río y fusiona con Santander Argentina
Banco Santander Puerto Rico	Puerto Rico	-20,0%	-78		1998	Oferta Pública de Venta del 20%
Banco Santander Chile	Chile	19,0%	194	\$228	1998	8% de Santander Chile y 11% Santander Chile Holding (propietario)
AFP Suma	Chile	100,0%	89	\$105	1998	Administradora de fondo de pensiones
Banco de Venezuela	Venezuela	4,6%	25	\$29	1998	
O'Higgings	Chile	50,0%	596	\$600	1999	Adquiere a Grupo Luksic el otro 50 % y controla 43,4% Banco Santiago +
AFP Unión	Peru	100,0%	133	\$134	1999	89,08% Banco Sur Perú+ 100% Tornquist Argentina + 77,76% Banco Asunción
Banco Galicia y Buenos Aires	Argentina	10,0%	198	\$199	1999	
Grupo Meridional	Brasil	97,0%	889	\$835	2000	
Banespa	Brasil	33,0%	4.487		2000	Subasta Privatización Estado Sao Paulo (7.284 M BR\$)
Totta e Azores / Credito Predial	Portugal	99,3%	2.140		2000	Acuerdos con Champalnaud y Caixa Geral. Pago acciones y metálico
Grupo Financiero Serfin	México	100,0%	1.635	\$1.535	2000	Pago con acciones (252,9 Mill) y en efectivo (500 Mill Euros)
Grupo Santander México	México	14,7%	287	\$269	2000	Pagadas al mismo precio. Alcanza el 98,6% a finales de 2000.
Banco Río de la Plata	Argentina	26,5%	569		2000	Pagado con 63,45 M de acciones de Banco Santander
Patagon	EEUU	97,6%	647	\$607	2000	Vendido y llevado enteramente a pérdidas en 2002
Banco de Caracas	Venezuela	93,1%	339	\$318	2000	Fusionado en 2002 con Banco Venezuela
Banespa	Brasil	64,1%	1.401		2001	OPA sobre resto de acciones (2.275M BR\$). Controla 97,1% del capital
Vida Soince y Vida Santander	Chile	-100,0%	-290	-\$258	2001	Enajenación con plusvalías de 160 M \$
Banco Río de la Plata	Argentina	18,5%	395		2002	Ejercita opción de compra hasta controlar el 98,85% del banco
AKB Holding	Alemania	100,0%	1.100		2002	Financiación al consumo. Pago con acciones. Fusionado con CC Bank AG
Banco Santiago	Chile	35,5%	653	\$685	2002	Adquisición y posterior fusión de Santiago y Santander Chile
Serfin	México	-24,9%	-1.457	-\$1.600	2002	Acuerdo con Bank of America. Plusvalías de 681 M €. Santander controla 73,98%
Santander Colombia	Colombia	34,3%	303		2002	Ampliación de capital de Santander Colombia
Santander Portugal	Portugal	12,7%	106		2003	Pasa a controlar 97,95%
Finconsumo	Italia	20,0%	60		2003	Incremento participación (ya poseía el 50%)
Origenes AFJP	Argentina	20,0%	141		2003	
Finconsumo	Italia	30,0%	80		2004	
Elcon Finance AS	Noruega	100,0%	400		2004	Crédito al consumo
Elcon Leasing	Noruega	100,0%	-160		2004	Desinversión de los negocios de leasing
Polskie Towarzystwo (PTF)	Polonia	100,0%	524		2004	Crédito al consumo. Precio a valor de cartera más fondo comercio 70 M €
Abfin	Holanda	100,0%	22		2004	
Santander Serfin	México		123		2004	Ampliación de Capital de Serfin, suscrita por Santander en su proporción.
Abbey National	Reino Unido	100,0%	12.541		2004	Pago mediante ampliación de capital (1.485,9 M acciones de Santander)
Bankia	Noruega	100,0%	54		2005	Fusionado con Elcon Finance en Santander Consumer Bank AS
Interbanco	Portugal	50,0%	118		2006	Integración de Interbanco e Hispamer Portugal. Santander controla 60% total
Abbey Seguros	Reino Unido	-100,0%	-5.340		2006	Venta del negocio de seguros de Abbey a Resolution Plc
Sovereign Bancorp	EEUU	19,8%	1.883	\$2.395	2006	Mediante ampliación de capital (1931 M\$) y compra autocartera (464 M\$)
Sovereign Bancorp	EEUU	4,6%	417		2006	A finales de 2006, el banco poseía el 24,83% de Sovereign
Island Finance	Puerto Rico	100,0%	562	\$742	2006	Adquisición a Wells Fargo
Drive Consumer	USA	90,0%	591	\$772	2006	Crédito al consumo. 637 M\$ en 2006 + 135 M\$ en 2007 como earn out
Unfin	Italia	70,0%	44		2006	
Santander Chile	Chile	-7,2%	-270		2006	OPV del 7,23% en USA del Banco Santander Chile (Plusvalías 270 ME)
Banco Real	Brasil	100,0%	10.815		2007	Adquirido mediante la compra de ABN Anro. Neto tras desinversiones
Interbanca	Italia	100,0%	800		2007	Filial de Antoveneta intercambiada con GE en 2008. Resto vendido a M. di Piaschi
Interbanco	Portugal	50,0%	163		2007	10% mediante integración de Santander Consumer Finance. Resto 138 M metálico
BPI (Portugues Investimento)	Portugal	0,0467	-107		2007	Venta al BCP de participación en BPI
Santander Consumer	Chile	0,89	13		2007	Constitución de Consumer Chile junto a Grupo Bergé
Extrobank	Rusia	1	48		2007	
Origenes AFJP	Argentina	1	-112	-166	2007	Venta a ING Groep
Administradoras Fondos Pensiones	Mexi/Ch/Col/Ur	-1	-906	-1314	2007	Venta a ING Groep de los AFPs de México, Chile, Colombia y Uruguay
TOTAL			41.040			

BBVA Adquisiciones y Desinversiones (1996-2007)

Entidad	País	%	Euros	US \$	Año	Comentario
Banco Continental	Perú	34,3%	81	\$111	1995	Entra en el 50% de Holding Continental que se hace con el 68,57% del Banco
Probursa Cremi y Oriente	México	63,9%	253	\$350	1995	Acuerdos con Gobierno México
Probursa (ampliación)	México	2,4%	89	\$114	1995	Alcanza hasta el 66,30%
Probursa	México	1,0%	65	\$51	1995	
Banco Francés	Argentina	30,0%	280	\$375	1996	
Banco Ganadero	Colombia	35,1%	259	\$330	1996	
Latinvest	Reino Unido	100,0%	40	\$50	1996	
Banco Ganadero	Colombia	4,2%	50	\$55	1997	
Banco Provincial	Venezuela	44,5%	387	\$425	1997	
Banco Francés /Crédito Argentino	Argentina	18,5%	317	\$348	1997	Ampliación Capital Banco Francés para compra del Bcrédito Argentino
Banco Ganadero	Colombia	15,0%	162		1998	OPA pagada con acciones
Banco Ganadero	Colombia	4,1%	45	\$53	1998	Compra adicional
Horizonte Seguros y Pensiones	Colombia	43,9%	38	\$45	1998	Adquisición a través del B. Ganadero hasta el 69,85%
Horizonte AFP	Perú	37,2%	41	\$48	1998	Adquisición a través del Holding Continental (24,8%) y directamente (24,8%)
Banco Crédito Argentino	Argentina	28,0%	137	\$161	1998	
Banco Francés	Argentina	7,3%	78	\$91	1998	59,7% a 31-12-1998 vs 48,5%
Banco Provincial	Venezuela	6,9%	69	\$81	1998	Alcanza el 51,4% a 31-12-98. Llega al 55,53% en 2002 por pequeñas compras
PonceBank	Puerto Rico		152	\$166	1998	
Chase Manhattan	Puerto Rico		43	\$50	1998	
Grupo Excel Económico	Brasil	43,0%	336		1998	
Banco Hipotecario Fomento BHIF	Chile	44,0%	185	\$217	1998	
Siembra	Argentina	50,0%	260	\$278	1998	Argentaria
Banco BHIF	Chile	9,3%	107	\$108	1999	A 31-12-99 participación 53,3%
AFP Provida	Chile	41,2%	275		1999	Pago con 19,8 Mill acciones
AFP Provida	Chile	9,6%	64		1999	Ampliación Capital. A 31-12-99 participación 50,68%
Consolidar Pensiones y Seguros	Argentina	31,0%	190		1999	
Banco Ganadero	Colombia	36,5%	271	\$254	2000	A 31-12-2000 participación del 85,56%
Banco Francés	Argentina	3,7%	59	\$55	2000	A 31-12-2000 alcanza el 68,2%
Probursa	México		192	\$180	2000	Conversión obligaciones de Probursa
Bancomer	México	34,5%	1.491	\$1.400	2000	Ampliación Capital en Probursa para fusión con Bancomer
Bancomer	México	2,1%	346	\$325	2000	Compra en mercado abierto hasta alcanzar 36,6%
Seguros y Pensiones Bancomer	México	49,0%	598	\$561	2000	Adquiridos al grupo AETNA
Grupo Excel	Brasil		33	\$31	2000	Ampliación Capital en Excel como parte del convertible de 700 M US\$
Banco BHIF	Chile	9,3%	115	\$108	2000	A 31-12-2000 alcanza el 62,6%
AFP Provida	Chile	11,4%	54	\$51	2000	A 31-12-2000 alcanza el 61,89%
Cartera Créditos Citibank	Puerto Rico		34	\$32	2000	Valor adicional al de los créditos
Siembra y Colfondos	Argentina	-50,0%	-298	-\$280	2000	Venta a Citibank. BBV ya poseía Consolidar y se deshace de Siembra
Banco Ganadero	Colombia	9,8%	50	\$44	2001	OPA sobre totalidad que alcanza el 95,35%
Bancomer	México	2,2%	132	\$125	2001	Compra directa al Banco de Montreal
Bancomer	México	9,0%	608	\$558	2001	Compra directa al Banco de Montreal
Bancomer	México	0,8%	157	\$140	2001	Diversas adquisiciones hasta el 48,76% a finales de 2001
Banco Excel	Brasil		52	\$46	2001	Conversión parte del depósito de 700 M constituido a la compra
AFP Provida	Chile	2,4%	12	\$11	2001	A 31-12-2001 alcanza el 64,32%
Banco Francés	Argentina	11,4%	124	\$130	2002	Ampliación de Capital hasta alcanzar 79,61%
Grupo Continental	Perú	8,8%	10	\$10	2002	A 31-12-2002 alcanza el 91,51% del Holding Continental
Bancomer	México	3,0%	240		2002	Adquisición al Gobierno México
Bancomer	México	2,5%	175		2002	A 31-12-2002 alcanza el 54,67% de Bancomer
Banco Excel	Brasil		594	\$623	2002	Conversión del resto del depósito de 700 M \$
Bancomer	México	4,8%	304		2003	Compras en mercado abierto hasta alcanzar 59,43%
Banco Excel	Brasil	-100,0%	-1.062	-\$1.338	2003	4,44% de Bradesco (695 M \$) + 1864 M BR\$ (643M \$)
Bradesco	Brasil	4,4%	552	\$695	2003	Proveniente de la operación anterior
Banco Francés	Argentina		58	\$78	2004	Ampliación capital través de conversión del préstamo. Acumulado 76,14%
Bancomer	México	38,4%	3.169		2004	OPA lanzada sobre el 40,6% a 12 pesos por acción (3300 M Euros)
Valley Bank	EEUU	100,0%	13	\$17	2004	Primera adquisición en EEUU
BBVA Crecer y Seguros	El Salvador	-62,0%	-32	-\$43	2004	
Hipotecaria Nacional	México	100,0%	276	\$356	2005	
Laredo National Bancshares	EEUU	100,0%	666	\$860	2005	
Banco Granahorrar	Colombia	98,8%	364	\$424	2005	Mediante subasta del gobierno colombiano
Texas Regional Shares	EEUU	100,0%	1.674	\$2.141	2006	
Maggiore Fleet	Italia	100,0%	70		2006	
Forum Financiera	Chile	51,0%	51		2006	
State National Bancshares	EEUU	100,0%	378	\$488	2007	
Compass Bancshares	EEUU	100,0%	6.672	\$9.115	2007	4612 M en metálico, el resto en acciones
TOTAL			21.716			

RepsoL Adquisiciones y Desinversiones (1996-2007)

Entidad	País	%	Euros	US \$	Año	Comentario
Astra	Argentina	37,8%	288	\$361	1996	
Astra	Argentina	6,0%	46		1996	
Refinadores de Perú (Refipesa)	Perú	42,8%	62	\$77	1996	La inversión total de las 4 adquisiciones ascendió a 439 M Euros Informe Anual 1996 pag. 42
Solgás, Limagás y Energás	Perú	60,0%	44		1996	
Pluspetrol Energy	Argentina	45,0%	276	\$340	1997	340 millones de dólares por el 45%
Mexpetrol	Argentina	33,5%	90	\$102	1997	
Algás	Argentina	99,3%	71		1997	
Eg3	Argentina	60,4%	205		1997	
Refisán	Argentina	42,5%	64		1997	
Astra	Argentina	13,0%	102	\$147	1997	
Gas Argentino	Argentina	11,3%	30		1998	
Duragás	Ecuador	75,0%	24		1998	
Astra	Argentina	9,3%	75		1998	
YPF	Argentina	97,8%	14.195	\$14.909	1999	Participación a finales 1997 56,73%
Astra	Argentina	1,7%	13		1999	
YPF	Argentina	1,2%	103		2000	Participación a finales 1998 66,01%
Astra	Argentina	31,5%	292		2000	Participación a finales 1999 97,81%
BP Trinidad y Tobago	Argentina	10,0%	310		2000	Participación a finales 1999 67,87%
Refipesa	Trinidad & Tobago	6,8%	11		2000	Alcanza el 99,0% a través de ampliación de capital (98M) y compra mercado
Lipigás	Perú	45,0%	185		2000	Participación a finales de 2000 99,36%
Oleoducto Transandino	Chile	-36,0%	-71		2000	
Andina	Argentina	9,5%	154	\$142	2001	
Edenor	Bolivia	-13,9%	-219	-\$195	2001	Participación llega a 50% resto adquirido por intercambio
BP Trinidad y Tobago	Argentina	20,0%	983		2003	Participación acumulada 30%. Valor de Inversión total 1.293 M
Refipesa	Trinidad & Tobago	5,0%	6		2003	Participación del 83,8%
Borealis Polímeros	Perú	100,0%	202		2004	
Shell Portuguesa	Portugal	100,0%	405		2004	
Falk SpA	Portugal	100,0%	36		2004	
YPF Indonesia	Italia	-100,0%	-31		2004	Adquisición de diversas sociedades de Shell en Portugal
Shell Gas	Indonesia	100,0%	148		2005	
LNG Company	Portugal	20,0%	20		2005	
Transportadora de Gas (TGP)	Perú	10,0%	43		2005	
West Siberian Resources	Rusia	10,1%	73		2006	
YPF	Argentina	25,0%	-1.530		2007	
TOTAL			16.704			

Iberdrola Adquisiciones y Desinversiones (1996-2007)

Entidad	País	%	Euros	US \$	Año	Comentario
Tocopilla	Chile	12.7%	33		1996	Participación del 25% en el Consorcio que se adjudica 51%
Eléctrica Colbun	Chile	6.4%	46	\$58	1996	Participación del 17% en el Consorcio que se adjudica 37% por 341 M dólares
Coelba (Electricidad de Bahía)	Brasil	25.6%	532	\$624	1997	Participación del 39% en el Consorcio que se adjudica el 51.8%
Cosern (Energética Rio Grande del N)	Brasil	20.3%	144		1997	Participación del 26% en el Consorcio Guaraniana que se adjudica el 77.3%
CEG (Estatal Gas Rio)	Brasil	9.9%	68		1997	Participación del 17.5% en el Consorcio que se adjudica el 56.4%
Riogas (CEG Rio)	Brasil	13.1%	23		1997	Participación del 17.5% en el Consorcio que se adjudica el 75%
Eléctrica de Guatemala	Guatemala	38.9%	213	\$250	1998	Participación del 48% en el Consorcio que se adjudica el 81%
Gas Natural Esp	Colombia	12.4%	36		1998	
Coelba (Electricidad de Bahía)	Brasil	17.1%	68		1999	31.3% adquirido mediante OPA del Consorcio (Iberdrola alcanza 42.7% Consorcio)
Essal	Chile	51.0%	92.85	\$94	1999	
Monterrey	México	100.0%	288.12	\$270	1999	Constituida en 1999. Inversión 2000-2002
Cosern (Energética Rio Grande del N)	Brasil	5.1%	15		2000	Participación del 26% en el Consorcio que adquiere un 19.5% adicional
Celpe (Energética de Pernambuco)	Brasil	33.2%	419		2000	Participación del 39% en el Consorcio que controla el 85.1%.
Ibener	Chile	58.7%	39		2000	Elevación de participación del 26.3% al 85.1%
Altamira III y IV	México	100.0%	628	\$590	2000	Constituida en 2000. Inversión 2000-2003
Alfa y Pegui (Monterrey II)	México	100.0%	315	\$296	2000	Inversión 2000-2003
Enertek	México	100.0%	122	\$109	2001	
CEG y CEG Rio	Brasil	13.1%	-105		2002	Venta a Gas Natural España
Gas Natural México	México	13.3%	159		2002	Adquirido a Gas Natural de España
La Laguna II	México	100.0%	334	\$350	2002	Inversión 2003-2005
Altamira V	México	100.0%	437	\$550	2003	Inversión 2004-2006
Tamazunchale	México	100.0%	369	\$500	2004	Inversión 2004-2007
Arcadia Rokas	Grecia	21.0%	33		2004	
Arcadia Rokas	Grecia	28.9%	58		2005	
Perfect Wind	Francia	100.0%	52		2006	
Midwest Renewable Energy	EEUU	100.0%	30		2006	
Community Energy	EEUU	100.0%	23	\$30	2006	
Scottish Power	Reino Unido	100.0%	17.100		2007	
Energy East	EEUU	100.0%	3.373	\$4.560	2007	
CPV Wind Ventures	EEUU	100.0%	55		2007	
Parques Eólicos (4)	Hungría	100.0%	155		2007	
TOTAL			25.134			

Endesa Adquisiciones y Desinversiones (1996-2007)

Entidad	País	%	Euros	US \$	Año	Comentario
Edenor y Easa	Argentina	21,0%	79		1995	Adquirida con anterioridad a 1996
Inversora Dock Sud	Argentina	57,1%	31		1996	
Companhia Eletricidade Rio (CERJ)	Brasil	7,0%	45		1996	Alcanza el 20,45% del capital
Edenor	Perú	18,0%	42		1996	Participación a través de Peruana de Electroidad y Distrilima
Etevensa	Perú	29,4%	62		1996	Participación a través de Generalina
Plura	Perú	43,5%	22		1996	Participación a través de Eléctrica Cabo Blanco
Energis	Chile	29,2%	1.206		1997	Adquiridas a través de socleades de inversión (Chispas) más 3% que poseía Endesar
Codensa	Colombia	48,5%	336		1997	
Emgesa	Colombia	48,5%	225		1997	
Coelce	Brasil	37,5%	309,27		1998	Porcentaje adquirido de la sociedad Distriluz, propietaria de Coelce
Energis	Chile	2,7%	100,04		1998	
Edesur	Argentina	9,5%	156		1998	Recompra de acciones. Alcanza el 65,9% de participación
Edegel	Argentina	13,9%	47,408		1998	Recompra de acciones. Alcanza el 69,8% de participación
Endesa Chile	Chile	32,0%	2.000		1999	Alcanza el 60% de Endesa Chile
Energis	Chile	28,0%	1.376		1999	Alcanza el 63,9% de Energis y lo consolida por integración global
Energis	Chile	1,0%	45		2000	Alcanza el 65% a través de Chispas
CERJ	Brasil	25,2%	193		2000	Alcanza el 80% de Cej con la parte indirecta a través de Energis
Chilectra y Rio Maipo	Chile	26,0%	392		2000	Adquisición a través de Energis que alcanza el 98% en ambas
Energis	Chile	-100,0%	423		2000	Ampliación de capital de Energis (parte correspondiente a Endesa)
Aguas Cordillera y Esval	Chile	-292			2000	Vendidas por Energis
Transelec	Chile	-100,0%	-1.157		2000	Desinversión por parte de Endesa Chile de la empresas de transporte Transelec
Snet	Francia	30,0%	450		2001	
Elettrogen	Italia	45,0%	1.184		2001	El consorcio liderado por Endesa, BSCH y ASM Brescia se adjudica Elettrogen
Elettrogen	Italia	5,7%	135		2002	Adquirido al BSCH
Central de Fortaleza	Brasil	100,0%	200		2003	
Elettrogen	Italia	34,3%	817		2004	Adquirido al BSCH. Controla el 85,3%
Snet	Francia	35,0%	121		2004	Adquisición a Charbonnages de France. Alcanza el 65%.
Elettrogen	Italia	-5,3%	-159		2005	Vendido a ASM Brescia
Sechillenne Sydec	Francia	-23,2%	-100		2005	Vendido a través de Snet
Teverola y Energia Ferrara	Italia	58,3%	116		2006	Foster Wheeler italiana posee el 41,7% restante
TOTAL			8.326			

Gas Natural Fenosa Adquisiciones y Desinversiones (1996-2007)

	Entidad	País	%	Euros	US \$	Año	Comentario
Gas Natural	CEG y Riógás	Brasil	33.5%	196		1997	
Gas Natural	Gas Natural ESP	Colombia	39.2%	150		1997	
Gas Natural	Gas Oriente	Colombia	54.5%	21		1998	
Gas Natural	Sensa (Metrogás)	México	100.0%	104		2000	
Gas Natural	Gas Natural de Sao Paulo	Brasil	100.0%	328		2000	Adjudicación de la concesión de Sao Paulo Sul
Gas Natural	Gas Natural ESP	Colombia	14.7%	51		2002	Participación a final 2002 es 59.1%
Gas Natural	Gas Natural de México	México	-13.3%	-159		2002	Vendido a Iberdrola por CEG y CEG Río
Gas Natural	CEG y CEG Río	Brasil	13.2%	105		2002	Comprado a Iberdrola (Total 28.8% y 38.2% respectivamente)
Gas Natural	Ecoelctrica	Puerto Rico	95.0%	155		2003	95% de Buenergía Gas & Power
Gas Natural	Gea y otras sociedades	Italia	100.0%	104		2004	
Gas Natural	Smedigas	Italia	100.0%	46		2004	
Gas Natural	Netlis	Italia	100.0%	135		2004	
Gas Natural	CEG y CEG Río	Brasil	25.5%	129		2004	
Gas Natural	CEG Río	Brasil	-12.4%	-14		2005	Adquiere 25.5% CEG y 33.7% CEG Río aumentando participación hasta 54.2% y 72%
Gas Natural	Central Anahuac y otras en Tamaulip:	México	100.0%	1.014	-\$17	2007	Disminución participación hasta el 59.6% por ejercicio opción de Petrobras
Gas Natural	Invergás y Gas Natural SDG	Argentina	28.0%	41		2007	Participación en Gas Natural BAN alcanza el 70%
Gas Natural	Italmeco	Italia	100.0%	24		2007	
Unión Fenosa	Iberáfrica Power	Kenia	70.0%	11	\$14	1996	
Unión Fenosa	Central Hermosillo	México	100.0%	213	\$250	1998	
Unión Fenosa	Edemet	Panamá	51.0%	161	\$189	1998	
Unión Fenosa	Edemchi	Panamá	51.0%	20	\$23	1998	
Unión Fenosa	Deocsa y Deorsa	Guatemala	85.1%	100	\$101	1999	
Unión Fenosa	Edenorte y Edesur	República Dom.	51.0%	160		1999	
Unión Fenosa	Central Naco Nogales	México	100.0%	417	\$420	1999	Adquirido en 1999 y vendido de nuevo al Estado con minusvalías de 160 M de euros
Unión Fenosa	Centrales Tuxpan 3 y 4	México	100.0%	427	\$430	1999	
Unión Fenosa	Cambridge Water	Reino Unido	100.0%	84		2000	
Unión Fenosa	Electric Chishau, Centro y Sud	Moldavia	100.0%	24		2000	
Unión Fenosa	Disnorte y Disur	Nicaragua	95.0%	122	\$115	2000	
Unión Fenosa	Electrocosta y Electrocaribe	Colombia	70.0%	288	\$270	2000	Adquiere 70.3% Electrocosta y 69.2% Electrocaribae
Unión Fenosa	Energía del Pacífico (EPSA)	Colombia	58.2%	219	\$205	2000	A finales del período alcanzó el 62.7%, que Gas Natural vendió en 2009
Unión Fenosa	Planta Licuefacción Damietta	Egipto	100.0%	120		2001	
Unión Fenosa	Central La Joya	Costa Rica	65.0%	56	\$70	2003	
Unión Fenosa	Kangra Coal	Sudáfrica	64.0%	120		2007	
Unión Fenosa	Hidropardo	Colombia	100.0%	37	\$54	2007	
		TOTAL		5.010			

Ferrovial. Adquisiciones y Desinversiones (1996-2007)

Entidad	País	%	Euros	US \$	Año	
Autopista Talca- Chillán	Chile	100,0%	9		1996	
Autopista Temuco - Río Bueno	Chile	100,0%	5		1998	
Autopista Santiago- Talca	Chile	100,0%	80		1999	
Autopista Colipulli- Temuco	Chile	100,0%	50		1999	
407 ETR	Canadá	61,3%	1.511		1999	Vendido el 10% en 2011 por 635 M Euros
Budimex	Polonia	58,5%	119		2000	
Euroscut Algarve Autopista	Portugal	79,0%	198		2000	Inversión total de 250 M Euros
Euroscut Norte Autopista	Portugal	79,0%	261		2001	Inversión total de 330 M Euros
Bristol International Airport	Reino Unido	50,0%	162		2001	
Autopista del Bosque	Chile	100,0%	6		2006	
Bristol International Airport	Reino Unido	-50,0%	-154		2006	
407 ETR	Canadá	5,8%	128		2002	Pasa a controlar el 67,1% ode ETR. Vende el 10% en 2011 por 635 M Euros. (2470 M plusvalías por el 53,2%)
407 ETR	Canadá	-13,9%	-476,2		2002	Venta a Mcquarie a cambio del 11,99% de Cintra
Sidney Airport	Australia	20,9%	236		2002	
Sidney Airport	Australia	-20,9%	-604		2007	
Autopista N4/N6	Irlanda	93,0%	214		2003	Total 400 M, de los cuales 170 M aportados por el gobierno irlandés
Amey	Reino Unido	88,6%	117		2003	
Belfast City Airport	Reino Unido	100,0%	60		2003	Vendido en 2008 por 167 M
Chicago Skyway	EEUU	55,0%	814		2004	374 M Valor en libros a finales 2004. Resto deuda. 1480 M Euros total 100%
Swissport	Suiza	100,0%	646		2005	Vendida en 2011 por 695 M con una plusvalía de 195 M Euros
Tubelines	Reino Unido	33,0%	206		2005	Vendido el 66% en 2010 por 240 M Euros
Webber	EEUU	100,0%	178		2005	
BAA	Reino Unido	62,0%	3.672		2006	Adquirida a través de Amey
Owen Williams	Reino Unido	100,0%	35		2006	Venta de participación en 6 aeropuertos australianos
Aeropuertos Australianos	Australia	-20,0%	-495		2007	Total 3.029 con capital de 606 M. Resto deuda.
Indiana Toll Road	EEUU	50,0%	1.515		2006	Desinvertido por 1.924 M de euros total, deuda incluida. Formaba parte de BAA
Aeropuerto de Budapest	Hungría	-75,0%	-1.520		2007	

Abertis. Adquisiciones y Desinversiones (1996-2007)

	Entidad	País	%	Euros	US \$	Año
Abertis	Austrade	Italia	3,9%	325		2000
Abertis	Concesionario Oeste	Argentina	48,6%	138		2000
Abertis	Brisa Autostradas	Portugal	10,0%	309		2002
Abertis	TBI	Reino Unido	89,0%	1.048		2005
Abertis	Sanef	Francia	52,5%	2.800		2006
Abertis	Eutelsat	Francia	32,0%	1.070		2007
Abertis	DCA	México	100,0%	271		2007
Abertis	Brisa Autostradas	Portugal	4,6%	272		2007
TOTAL				6.233		

FCC. Adquisiciones y Desinversiones (1996-2007)

	Entidad	País	%	Euros	US \$	Año
FCC/ Uniland	Société des Ciments	Túnez	100,0%	139		1998
FCC / Portland	Giant Cement Holdings	EEUU	100,0%	277		1999
FCC	Asa Abfall Service AG	Austria	100,0%	227		2005
FCC	Waste Recycling	Reino Unido	100,0%	1.693		2006
FCC	Alpine Mayreder Bau	Austria	80,7%	484		2006
FCC	SmVak	Checa Rep.	98,7%	172		2006
FCC	ADRH	Italia	100,0%	73		2006
FCC	Siemens Hydrocarbon	EEUU	100,0%	123		2007
TOTAL				3.188		

Telefónica. Adquisiciones y Desinversiones (1996-2007)

Entidad	País	%	Euros	US \$	Año	Comentario
Compañía Riograndense (CRT)	Brasil	7.9%	532		1996	El consorcio participado por Telefónica adquiere el 50,1% de CRT por 681 M BRL
Contel (TASA)	Argentina	16.8%	483		1997	Incrementa participación en Contel sociedad inversora en TASA
Cablevisión SA	Argentina	33.3%	275	\$302	1997	Televisión por cable en Argentina
Tonos y Competencias	Argentina	40.0%	73	\$80	1997	
StarTel	Chile	25.0%	387	\$425	1997	Alcanza el 100%. Adquirida a través de CTC con quien había formado holding.
Telefónica Internacional	España	23.8%	763		1997	Adquisición de las acciones de Telefónica Internacional al Estado (SEPI)
Telesp Participações	Brasil	19.3%	2.844		1998	Adquisición a través de privatización de Telebras
Telesudeste Celular	Brasil	19.3%	987		1998	Adquisición a través de privatización de Telebras
Tele Leste Celular	Brasil	19.3%	127		1998	Adquisición a través de privatización de Telebras
Telesp Celular Participações	Brasil	19.3%	1.003		1998	Adquisición a través de privatización de Telebras
Compañía Riograndense (CRT)	Brasil	6.4%	390		1998	Participación alcanza el 16,7% por privatización de CRT
VTR Larga distancia	Chile	100.0%	43		1998	
Telebahia Celular	Brasil	2.1%	3		1999	
Telesp Participações	Brasil	4.2%	247		1999	
Telesp	Brasil	2.9%	158		1999	
Tele Sudeste Celular	Brasil	1.7%	21		1999	
Telef Celular	Brasil	18.9%	169		1999	
Tele Leste Celular	Brasil	1.7%	3		1999	
Teles Celular	Brasil	5.9%	5		1999	
Telefónica de Perú	Perú	5.0%	199		1999	
European Telecom Internat. GmbH	Austria	100.0%	38		1999	Vendida en Julio 2002 con pérdidas de 38 M Euros
Medi Telecom	Maruecos	34.5%	166		1999	
Telesp	Brasil	62.0%	8.784		2000	Mediante OPA. Alcanza el 86,61% del capital.
Telesudeste Celular	Brasil	68.4%	2.136		2000	Mediante OPA. Alcanza el 75,57% del capital.
Telefónica de Perú	Perú	53.1%	1.911		2000	Mediante OPA.
Telefónica Argentina (TASA)	Argentina	44.3%	3.728		2000	Con la adquisición, alcanza el control del 92,87% de Telefónica Argentina
CEI Clitcorp Equity Holdings (TASA)	Argentina	80.9%	2.290		2000	Pagado con acciones de Terra (3.389 M) previa ampliación capital Telefónica
Lycos	EEUU	100.0%	5.583		2000	Pagado con acciones mediante ampliación capital Telefónica
Endemol	Holanda	99.3%	5.436		2000	Adquirido mediante la compra del 100% de Vigil Corp y el 22% de Ambit
Atlantida Comunicaciones	Argentina	35.8%	333		2000	Portal de Internet Europeo adquirido por Terra Mobile
Ibox	Finlandia	100.0%	216		2000	Venta a Brasil Telecom obligada por el regulador de Brasil
CRT Fija	Brasil	-48.2%	-739	-\$800	2000	Licencias UMTS en Alemania
Consortio ORLA	Alemania	57.2%	4.845		2000	Licencia UMTS en Italia
Consortio IPSE	Italia	46.1%	1.490		2000	Licencia UMTS en Austria
3G Mobile	Austria	100.0%	117		2000	
Mediaways GmbH	Alemania	100.0%	1.536		2001	Adquisición activos de telefonía de Mobrola en México
Movitel, Cedetel y Otras	México	100.0%	2.174		2001	Adquirido a Iberdrola
Telesp	Brasil	3.5%	115		2001	Adquirido a Iberdrola
Tele Leste Celular	Brasil	62.0%	113		2001	Adquirido a Iberdrola
Tele Sudeste	Brasil	7.0%	64		2001	Adquirido a Iberdrola
Celular CRT	Brasil	7.0%	37		2001	Adquirido a Iberdrola
Cablevisión SA	Argentina	-35.9%	-256		2001	
Telefónica de Perú	Perú	10.0%	227		2001	Telefónica pasa a ser accionista única de la sociedad
Itau Telecom	Brasil	100.0%	248		2001	Ampliación capital de Telefónica Datacorp para dar servicio a Itau

Telep Participações	Brasil	80	0.5%	2002	Opción de venta ejecutada por BBVA
Highway One Germany	Alemania	637		2002	Ampliación de capital creando Telefonía Deutschland
Energia Holding NV	Holanda	47,1		2002	
Pegaso	México	996	92.0%	2002	Adquisición inicial más ampliación de capital y capitalización de deuda
Telep Celular	Brasil	200	14.7%	2002	Adquirida a Portugal Telecom para su inclusión en Brasilcel (Vivo)
Tele Centro Oeste	Brasil	186		2003	Adquirida a través de Telesp por 2,004 M R\$. Valor correspondiente a TFN
Médi Telecom	Maruecos	21	0.9%	2003	Ampliación de capital
Tele Sudeste, Teleleste, CRT/TCO	Brasil	166		2004	OPA a través de Brasilcel y Telesp Celular. Valor correspondiente a TFN
Tele Sudeste Celular	Brasil	10	10.5%	2004	Adquirida a NTT a través de Brasilcel. Valor correspondiente a la parte de TFN
CTC Chile	Chile	27	1.3%	2004	Alcanza el 44.89% de CTC Chile
Telefónica Movil	Chile	851	100.0%	2004	Alcanza en 92.46% de CTC Chile
Otecel	Ecuador	663	100.0%	2004	Adquirida a Bell South
Bell South Guatemala	Guatemala	93	100.0%	2004	Adquirida a Bell South
Bell South Panamá	Panamá	549	99.6%	2004	Adquirida a Bell South
Telcel	Venezuela	1,224	100.0%	2004	Adquirida a Bell South
Telefónica Móviles	Colombia	517	100.0%	2004	Adquirida a Bell South
Comunicaciones Móviles	Perú	8	100.0%	2004	Adquirida a Bell South
Telefonia Celular	Nicaragua	149	100.0%	2004	Adquirida a Bell South
Abiatar	Uruguay	49	100.0%	2004	Adquirida a Bell South
Telep Celular Participações	Brasil	342		2004	Ampliación de capital por 2,054 M R\$. Valor correspondiente a la parte de TFN
Atrium Telecomunicações	Brasil	31	100.0%	2004	
Endemol	Holanda	-281	-25.0%	2005	Oferta Pública de Venta de acciones por el 25% del capital
Cesky Telecom	Rep. Checa	3,663	69.4%	2005	Adjudicación en subasta del gobierno checo
Radiocomunicaciones Móviles	Argentina	519	100.0%	2005	Adquirida a Bell South
Telefónica Móvil de Chile	Chile	318	100.0%	2005	Adquirida a Bell South
Telcel C.A.	Venezuela	27		2005	Ampliación de Capital.
Telefónica Móviles	México	177	8.0%	2005	
Colombia de Telecomunicaciones	Colombia	289	50.0%	2006	Adquirido el control al Gobierno colombiano mediante subasta.
O2	Reino Unido	26,135	100.0%	2006	
Be	Reino Unido	74	100.0%	2006	Proveedor de Internet adquirido a través de O2
The Link Stores	Reino Unido	44	60.0%	2006	Adquirida a través de O2
Airware O2	Reino Unido	-2,841	-100.0%	2007	
Endemol	Holanda	-2,629	-75.0%	2007	Venta a Mediaset
NavyTree Participações	Brasil	314	100.0%	2007	Adquirida a través de Telesp (361 M el 87% corresponde a Telefónica)
TOTAL		81,939			

Anexo 2

Valoración de las Adquisiciones Internacionales Y Cálculo del Rendimiento para el Accionista

TOTAL	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	(3.344)	(7.879)	(9.949)	(23.606)	(53.867)	(8.544)	(4.812)	(2.536)	(24.598)	(8.084)	(36.932)	(32.114)	0
Dividendo Total	2.713	3.077	2.770	3.418	4.248	4.457	5.974	7.088	8.476	11.859	12.949	15.814	18.793
% Internacional	9,0%	14,3%	11,2%	13,6%	25,9%	38,7%	26,9%	30,7%	33,5%	35,5%	38,2%	41,2%	44,9%
Div Internac.	243	440	310	463	1.102	1.725	1.605	2.176	2.842	4.207	4.941	6.510	8.446
Valoración													201.021
FC Accionista	(3.101)	(7.439)	(9.639)	(23.143)	(52.765)	(6.819)	(3.207)	(360)	(21.756)	(3.877)	(31.991)	(25.604)	209.468
TIR Accionista	1,69%												

Sector Financiero	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	(2.072)	(2.208)	(3.005)	(1.564)	(13.886)	(2.122)	(2.137)	(101)	(16.738)	(1.360)	200	(17.764)	0
Dividendos	791	923	1.125	1.461	2.039	2.538	2.464	2.634	2.996	4.010	5.034	6.157	7.417
% Internac.	18,7%	33,8%	22,4%	17,4%	24,0%	49,7%	41,6%	38,3%	40,5%	47,6%	49,3%	46,7%	52,7%
Div Internac.	148	312	252	254	489	1.262	1.025	1.010	1.212	1.909	2.484	2.875	3.910
Valoración													74.235
Total FC	(1.924)	(1.896)	(2.753)	(1.310)	(13.397)	(860)	(1.112)	909	(15.526)	549	2.684	(14.889)	78.145
TIR	8,05%												

Petróleo y Energía	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	(731)	(3.689)	(1.406)	(19.117)	(3.092)	(1.740)	(519)	(1.837)	(2.366)	4	(294)	(20.389)	0
Dividendos	1.288	1.390	1.485	1.757	1.988	1.667	1.949	2.206	2.462	4.515	4.100	4.608	5.929
% Internac.	0,9%	0,8%	3,9%	11,7%	29,8%	25,5%	5,1%	24,2%	31,7%	25,3%	27,3%	35,1%	35,4%
Div Internac.	12	11	58	205	593	425	99	533	781	1.141	1.118	1.615	2.099
Valoración													59.444
Total FC	(719)	(3.678)	(1.348)	(18.912)	(2.499)	(1.315)	(420)	(1.304)	(1.585)	1.145	824	(18.774)	61.543
TIR	3,83%												

Construcción	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	(9)	0	(144)	(1.917)	(780)	(423)	(196)	(391)	(814)	(2.305)	(10.296)	883	0
Dividendos	131	136	161	200	221	252	322	414	557	627	712	815	883
% Internac.	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	9,0%	15,3%	14,5%	11,6%	14,3%	17,7%	39,7%	47,9%	54,6%
Div Internac.	0	0	0	4	20	39	47	48	79	111	283	390	482
Valoración													9.629
Total FC	(9)	0	(144)	(1.913)	(760)	(384)	(149)	(343)	(735)	(2.194)	(10.013)	1.274	10.111
TIR	N/A												

Telecomunicaciones	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	(532)	(1.982)	(5.394)	(1.008)	(36.109)	(4.259)	(1.960)	(207)	(4.680)	(4.423)	(26.542)	5.156	0
Dividendos	503	628	0	0	0	0	1.239	1.834	2.461	2.707	3.103	4.234	4.564
% Internac.	16,5%	18,7%	n/a	n/a	n/a	n/a	35,1%	31,9%	31,3%	38,6%	34,1%	38,5%	42,8%
Div Internac.	83	118	0	0	0	0	435	585	770	1.046	1.057	1.630	1.955
Valoración													57.713
Total FC	(449)	(1.864)	(5.394)	(1.008)	(36.109)	(4.259)	(1.525)	378	(3.910)	(3.377)	(25.485)	6.786	59.669
TIR	N/A												

Rentabilidad para el accionista

Telefónica	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	-532	-1.982	-5.394	-1.008	-36.109	-4.259	-1.960	-207	-4.680	-4.423	-26.542	5.156	0
Div Total	503	628	0	0	0	0	1.239	1.834	2.461	2.707	3.103	4.234	4.564
Internac. % Total	16,5%	18,7%	n/a	n/a	n/a	n/a	35,1%	31,9%	31,3%	38,6%	34,1%	38,5%	42,8%
Div Atribuido	83	118	0	0	0	0	435	585	770	1.046	1.057	1.630	1.955
Valoración													57.713
Total FC	-449	-1.864	-5.394	-1.008	-36.109	-4.259	-1.525	378	-3.910	-3.377	-25.485	6.786	59.669
TIR	N/A												
Santander	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	-1.493	-1.454	-1.460	-927	-10.992	-1.111	-994	-307	-13.530	-54	1.995	-10.714	0
Dividendos	282	327	426	607	916	1.316	1.355	1.387	1.497	2.209	2.814	3.440	5.056
% Internac.	17,1%	26,0%	30,3%	25,1%	34,8%	57,3%	54,0%	44,8%	41,1%	47,8%	51,2%	51,2%	55,7%
Div Internac.	48	85	129	152	319	754	732	622	615	1.055	1.441	1.760	2.818
Valoración													53.368
Total FC	-1.445	-1.369	-1.331	-775	-10.673	-357	-262	315	-12.915	1.001	3.436	-8.954	56.186
TIR	8,79%												
BBVA	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	-579	-754	-1.545	-637	-2.894	-1.011	-1.143	206	-3.208	-1.306	-1.795	-7.050	0
Dividendos	509	596	699	854	1.123	1.222	1.109	1.247	1.499	1.801	2.220	2.717	2.361
% Internac.	19,6%	38,1%	17,5%	12,0%	15,1%	41,6%	26,4%	31,1%	39,9%	47,4%	47,0%	41,0%	46,3%
Div Internac.	100	227	123	102	170	508	293	387	598	864	1.043	1.115	1.093
Valoración													20.866
Total FC	-479	-527	-1.422	-535	-2.724	-503	-850	593	-2.610	-452	-752	-5.935	21.959
TIR	6,05%												

Repsol	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	-439	-808	-129	-14.208	-901	136	0	-989	-612	-211	-73	1.530	0
Dividendos	344	361	397	499	610	256	378	488	610	733	879	1.221	1.282
% Internac.	0,0%	0,0%	11,3%	41,9%	53,4%	48,1%	52,9%	70,7%	62,0%	38,0%	25,1%	24,3%	23,6%
Div Internac.	0	0	45	209	326	123	200	345	378	278	221	297	302
Valoración	439	808	-84	-13.999	-575	259	200	-644	-234	67	148	1.827	4.689
Total FC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TIR	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Iberdrola	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	-79	-767	-249	-429	-1.417	-122	-387	-437	-402	-58	-105	-20.683	0
Dividendos	362	383	401	423	444	482	521	550	606	692	802	940	1.636
% Internac.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	6,6%	-1,0%	9,6%	10,6%	15,6%	19,3%	45,9%	49,1%
Div Internac.	0	0	0	0	21	32	-5	53	64	108	155	432	803
Valoración	79	767	-249	-429	-1.396	-90	-392	-384	-338	50	50	-20.251	29.883
Total FC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TIR	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%
Endesa	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	-202	-1.767	-613	-3.376	395	-1.634	-135	-200	-938	259	-116	0	0
Dividendos	437	481	505	624	688	647	723	744	782	2.541	1.736	1.621	1.754
% Internac.	0,0%	0,0%	0,0%	-4,1%	28,9%	33,1%	-20,5%	10,4%	23,2%	23,1%	32,2%	43,4%	41,4%
Div Internac.	0	0	0	-26	199	214	-148	77	182	588	558	703	726
Valoración	202	1.767	-613	-3.402	594	-1.420	-283	-123	-756	847	442	703	18.190
Total FC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TIR	11,73%	11,73%	11,73%	11,73%	11,73%	11,73%	11,73%	11,73%	11,73%	11,73%	11,73%	11,73%	11,73%
Gas Natural	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	0	-347	-21	0	-432	0	3	-155	-414	14	0	-1.079	0
Dividendos	58	67	81	107	125	148	179	269	296	368	451	510	663
% Internac.	18,6%	14,5%	14,0%	19,0%	25,9%	23,1%	7,5%	11,6%	40,6%	42,0%	35,6%	29,5%	32,1%
Div Internac.	11	10	11	20	32	34	13	31	120	155	161	150	213
Valoración	11	-337	-10	20	-400	34	16	-124	-294	169	161	-929	3.672
Total FC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TIR	14,80%	14,80%	14,80%	14,80%	14,80%	14,80%	14,80%	14,80%	14,80%	14,80%	14,80%	14,80%	14,80%
Fenosa	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	-11	0	-394	-1104	-737	-120	0	-56	0	0	0	-157	0
Dividendos	87	98	101	104	121	134	148	155	168	181	232	316	594
% Internac.	1,1%	0,8%	1,7%	1,3%	13,0%	16,0%	26,1%	17,2%	21,5%	6,9%	9,9%	10,5%	9,3%
Div Internac.	1	1	2	1	16	21	39	27	36	13	23	33	55
Valoración	-10	1	-392	-1.103	-721	-99	39	-29	36	13	23	-124	3.010
Total FC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TIR	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%	3,06%

Ferrovial	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	-9	0	-5	-1.640	-317	-423	113	-391	-814	-1030	-5074	2.619	0
Dividendos	0	0	0	28	39	58	94	84	115	126	140	161	281
% Internac.	0	0	0	14,0%	37,0%	32,7%	28,6%	31,3%	41,7%	46,3%	73,5%	76,0%	78,3%
Div Internac.	0	0	0	4	15	19	27	26	48	58	103	123	220
Valoración	0	0	0	-1.636	-302	-404	140	-365	-766	-972	-4.971	2.742	2.918
Total FC	-9	0	-5	-1.636	-302	-404	140	-365	-766	-972	-4.971	2.742	3.138
TIR	N/A												
Abertis	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	0	0	0	0	-463	0	-309	0	0	-1048	-2800	-1.613	0
Dividendos	103	108	114	119	125	132	156	237	264	290	304	376	402
% Internac.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	14,9%	6,3%	5,0%	5,0%	11,0%	43,1%	44,6%	44,8%
Div Internac.	0	0	0	0	5	20	10	12	13	32	131	168	180
Valoración	0	0	0	0	-458	20	-299	12	13	-1.016	-2.669	-1.445	5.694
Total FC	0	0	0	0	-458	20	-299	12	13	-1.016	-2.669	-1.445	5.874
TIR	0,21%												
FCC	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	0	0	-139	-277	0	0	0	0	0	-227	-2422	-123	0
Dividendos	28	28	47	53	56	62	72	93	178	212	268	278	200
% Internac.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,8%	10,5%	10,3%	9,9%	18,1%	36,0%	41,0%
Div Internac.	0	0	0	0	0	0	10	10	18	21	49	100	82
Valoración	0	0	-139	-277	0	0	10	10	18	-206	-2.373	-23	1.017
Total FC	0	0	-139	-277	0	0	10	10	18	-206	-2.373	-23	1.099
TIR	N/A												
TOTAL	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Adquisiciones	(3.344)	(7.879)	(9.949)	(23.606)	(53.867)	(8.544)	(4.812)	(2.536)	(24.598)	(8.084)	(36.932)	(32.114)	0
Dividendo Total	2.713	3.077	2.770	3.418	4.248	4.457	5.974	7.088	8.476	11.859	12.949	15.814	18.793
% Internacional	9,0%	14,3%	11,2%	13,6%	25,9%	38,7%	26,9%	30,7%	33,5%	35,5%	38,2%	41,2%	44,9%
Div Internacional	243	440	310	463	1.102	1.725	1.605	2.176	2.842	4.207	4.941	6.510	8.446
Valoración	(3.101)	(7.439)	(9.639)	(23.143)	(52.765)	(6.819)	(3.207)	(360)	(21.756)	(3.877)	(31.991)	(25.604)	201.021
FC Accionista	(3.101)	(7.439)	(9.639)	(23.143)	(52.765)	(6.819)	(3.207)	(360)	(21.756)	(3.877)	(31.991)	(25.604)	209.468
TIR Accionista	1,69%												

Total 10 Firmas															
Totales	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(1996-07)
Capitalización (M €)	57.262	85.098	113.559	162.151	235.197	252.136	234.028	162.445	213.015	263.160	302.574	390.486	442.547	284.147	18,6%
Dividendo (M €)	2.187	2.713	3.077	2.770	3.418	4.248	4.457	5.974	7.088	8.476	11.859	12.949	15.814	18.793	17,9%
Rent. Divid	3,8%	3,2%	2,7%	1,7%	1,5%	1,7%	1,9%	3,7%	3,3%	3,2%	3,9%	3,3%	3,6%	6,6%	2,8%
Payout	44,7%	49,6%	48,5%	37,1%	37,1%	32,8%	37,6%	57,8%	52,9%	54,4%	47,5%	42,7%	43,4%	55,5%	45,1%
Balance (M €)															
Patrimonio Neto	42.094	56.658	60.494	66.376	79.454	109.714	112.007	100.439	103.503	122.075	120.707	142.102	181.867	193.082	13,0%
Deuda Neta (excl Bancos)	27.579	30.105	36.727	44.187	71.155	80.961	93.056	82.581	73.707	72.758	91.054	152.998	160.392	153.444	15,8%
Valor de Negocio	84.841	115.203	150.286	206.338	306.352	333.097	327.084	245.026	286.722	335.918	393.628	543.484	602.939	437.591	17,8%
Resultados.															
Ingresos	52.320	61.023	70.739	77.405	101.454	138.584	150.897	141.741	141.684	147.435	183.293	219.548	245.684	269.530	13,8%
EBITDA	13.237	16.213	17.742	19.527	25.114	32.390	31.577	29.622	30.693	32.135	40.138	48.838	56.482	55.869	12,9%
EBIT	10.420	12.847	14.857	17.330	20.277	26.821	28.405	26.535	28.594	31.527	41.219	49.829	61.604	64.053	16,0%
Resultado Neto Dom.*	4.892	5.472	6.346	7.463	9.222	12.952	11.861	10.342	13.396	15.577	24.977	30.300	36.408	33.839	18,2%
Normalizado en 2002 para Telefónica (116 M € vs -5.577M € Reportados)															
Internacionales:															
Ingresos	3.026	4.267	7.553	13.617	28.904	45.234	51.207	51.334	45.053	50.955	68.426	95.436	115.898	127.766	36,6%
Resultado Neto (Aprox.)	371	490	908	834	1.250	3.360	4.590	2.779	4.112	5.223	8.861	11.562	14.989	15.209	36,1%
Dividendo Atributable	166	243	440	310	463	1.102	1.725	1.605	2.176	2.842	4.207	4.941	6.510	8.446	35,8%
% Ingreso Internacionales	5,8%	7,0%	10,7%	17,6%	28,5%	32,6%	33,9%	36,2%	31,8%	34,6%	37,3%	43,5%	47,2%	47,4%	
% Resultado Internac.	7,6%	9,0%	14,3%	11,2%	13,6%	25,9%	38,7%	26,9%	30,7%	33,5%	35,5%	38,2%	41,2%	44,9%	
Ingresos Nacionales	49.293	56.757	63.186	63.788	72.550	93.350	99.690	90.407	96.631	96.481	114.867	124.113	129.787	141.764	8,4%
Resultado Nacional (Aprox.)	4.521	4.982	5.439	6.629	7.972	9.592	7.271	7.563	9.285	10.354	16.116	18.738	21.419	18.630	13,8%
PIE y CAPE															
IPC	69,47	71,69	73,13	74,15	76,30	79,35	81,50	84,76	86,11	88,87	92,16	94,64	98,62	100,00	
Capitalización Real	82.426	118.697	155.289	218.675	308.245	317.736	287.164	191.661	247.369	296.125	328.328	412.583	448.743	284.147	15,2%
Resultado Neto Real*	7.042	7.632	8.679	10.065	12.086	16.322	14.554	12.202	15.557	17.528	27.103	32.015	36.918	33.839	14,8%
PIE	11,71	15,55	17,89	21,73	25,50	19,47	19,73	15,71	15,90	16,89	12,11	12,89	12,16	8,40	17,13
CAPE															
Valor Negocio Internacional															
													Ajuste	198.127	
														2.894	
														201.021	

Santander

Totales	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(1996-07)
Num acciones (M)	160	160	479	1.170	3.668	4.516	4.659	4.768	4.768	6.254	6.254	6.254	6.254	6.254	
Cotización (€)	36,6	49,94	30,59	16,95	11,24	11,4	9,41	6,54	9,39	11,15	11,15	14,14	14,79	6,75	
Capitalización (M €)	5.846	7.977	14.658	19.837	41.226	51.477	44.871	31.185	44.775	57.102	69.735	88.436	92.501	53.960	25,9%
Dividendo (M €)	255	282	327	426	607	916	1.316	1.355	1.387	1.497	2.209	2.814	3.440	5.056	24,2%
Datos por Acción Comparables (€)															
Precio	2,85	3,88	7,13	7,90	10,48	10,63	8,77	6,1	8,75	8,51	10,4	13,18	13,79	6,75	14,1%
BPA	0,22	0,25	0,32	0,36	0,40	0,50	0,51	0,44	0,51	0,59	0,93	1,13	1,33	1,22	16,4%
DPA	0,11	0,14	0,17	0,18	0,21	0,26	0,27	0,27	0,28	0,31	0,39	0,49	0,61	0,63	15,6%
Rent. Divid	3,7%	3,6%	2,4%	2,2%	2,0%	2,4%	3,1%	4,4%	3,2%	3,7%	3,7%	3,7%	4,4%	9,3%	3,2%
Payout	49,2%	56,6%	53,1%	49,4%	53,0%	50,9%	53,0%	60,7%	55,3%	52,8%	41,8%	42,8%	45,6%	51,8%	51,3%
Balance (M €)															
Patrimonio Neto	5.668	5.992	6.334	8.777	8.026	17.797	19.128	17.594	18.363	32.057	35.841	40.062	51.945	63.768	20,3%
Total Activo	166.372	188.823	226.715	235.805	256.439	348.928	358.137	324.208	351.790	575.397	809.107	833.873	912.915	1.049.632	15,2%
Resultados (M €)															
Margen Ordinario	5.057	5.561	7.092	8.941	9.747	12.303	15.564	14.004	13.128	13.999	19.076	22.333	27.095	31.042	15,0%
Margen Explot	1.427	1.701	2.355	2.949	3.479	4.689	5.944	5.566	5.721	6.431	8.765	11.218	14.842	17.729	21,6%
Resultado Neto Dom.	530	716	923	1.250	1.575	2.258	2.486	2.247	2.611	3.136	6.220	7.596	9.060	8.876	26,7%
Internacionales															
Margen Ordinario	622	855	1.777	3.623	4.295	6.543	9.839	7.950	6.653	7.158	12.444	13.936	16.314	19.904	31,3%
EBITDA	170	257	476	1.161	1.442	2.105	3.577	3.247	2.711	2.993	4.967	6.647	8.927	10.779	39,1%
Resultado Explot	103	122	240	379	395	786	1.424	1.214	1.171	1.288	2.971	3.890	4.635	4.946	37,3%
Resultado Neto	50	48	85	129	152	319	754	732	622	615	1.055	1.441	1.760	2.818	34,6%
Div.Atributable															
Ingresos (%)	12,3%	15,4%	25,1%	40,5%	44,1%	53,2%	63,2%	60,6%	50,7%	51,1%	65,2%	62,4%	60,2%	64,1%	
EBITDA(%)															
EBIT (%)	11,9%	15,1%	20,2%	39,4%	41,5%	44,9%	60,2%	58,3%	47,4%	46,5%	56,7%	59,3%	60,1%	60,8%	
Resultado Neto (%)	19,4%	17,1%	26,0%	30,3%	25,1%	34,8%	57,3%	54,0%	44,8%	41,1%	47,8%	51,2%	51,2%	55,7%	
PIE y CAPE															
IPC	69,47	71,69	73,13	74,15	76,30	79,35	81,50	84,76	86,11	88,87	92,16	94,64	98,62	100,00	
Capitalización Real	8415	11126	20044	26752	54030	64870	55059	36794	51996	64255	75671	93440	93796	53.960	22,3%
Resultado Neto Real	763	999	1262	1686	2064	2845	3050	2651	3032	3529	6749	8026	9187	8.876	23,0%
P/E	11,03	11,14	15,88	15,87	26,18	22,80	18,05	13,88	17,15	18,21	11,21	11,64	10,21	6,08	16,02
CAPE														10,79	
Valor Negocio Internacional														53.368	

BBVA														(1996-07)	
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	
BBVA	Num acciones (BBV)	227	225	677	2043	2113	3196	3196	3196	3391	3391	3552	3748	3.748	
	Cotización (BBV)	26,03	42,14	29,61	13,37	14,14	15,85	13,90	9,12	10,95	15,08	18,24	16,76	8,66	
	Capitalización (BBV+A)	9,673	13,746	20,040	27,316	29,878	50,654	44,422	29,146	34,995	44,251	51,134	64,788	62,816	32,457
	Div Total (BBVA)	308	509	596	699	854	1.123	1.222	1.109	1.247	1.499	1.801	2.220	2.717	2.361
	Div BBV	245	280	331	412	625									
Datos por Acción Comparables (€)															
Precio	2,91	4,68	9,87	13,37	14,14	15,85	13,9	9,12	10,95	13,05	15,08	18,24	16,76	8,66	15,7%
BPA	0,43	0,40	0,57	0,70	0,83	0,70	0,74	0,54	0,70	0,83	1,12	1,33	1,63	1,34	11,7%
DPA	0,12	0,14	0,16	0,34	0,40	0,35	0,38	0,35	0,39	0,44	0,53	0,63	0,72	0,63	16,2%
Rent. Divid	4,1%	3,0%	1,7%	2,6%	2,9%	2,2%	2,8%	3,8%	3,6%	3,4%	3,5%	3,4%	4,3%	7,27%	3,1%
Payout	27,7%	34,5%	28,4%	49,1%	48,9%	50,3%	51,7%	64,5%	56,0%	53,5%	47,3%	46,9%	44,4%	47,0%	48,0%
(1995-1997 BBV)															
Balance BBVA (M €)															
Patrimonio Neto	7.183	10.733	12.467	14.427	17.749	24.192	24.538	23.632	23.407	25.718	17.302	22.318	27.943	26.705	12,0%
Total Activo	163.439	169.328	196.445	202.911	238.166	296.145	309.246	279.524	287.150	311.072	392.389	411.916	502.204	542.650	9,8%
Resultados BBVA (M €)															
Margen Ordinario	3.221	5.173	7.073	8.374	9.108	11.143	13.352	12.241	10.656	11.054	13.024	15.701	18.133	18.978	15,5%
Margen Explotac.	1.258	1.874	2.696	3.120	3.457	4.376	5.599	5.577	4.895	5.440	6.823	8.883	10.544	10.523	19,4%
Resultado Neto Dom.	883	811	1.165	1.424	1.746	2.232	2.363	1.719	2.227	2.802	3.806	4.736	6.126	5.020	17,5%
Internacionales															
Margen Ordinario	413	1.013	2.693	1.468	2.902	4.854	7.887	6.199	5.227	5.236	6.767	8.113	9.706	10.106	30,1%
EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	928	1565	3.293	2.579	2.545	2.699	3.657	4.604	5.547	5.439	
Resultado Explot	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	209	338	982	454	692	1.117	1.804	2.225	2.514	2.323	
Div.Atribuible	39	100	227	123	102	170	508	293	387	598	854	1.043	1.115	1.093	32,1%
Ingresos (%)	12,8%	19,6%	38,1%	17,5%	31,9%	43,6%	59,1%	58,2%	49,1%	47,4%	52,0%	51,7%	53,5%	53,3%	
EBITDA(%)															
EBIT (%)	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	26,8%	35,8%	58,8%	46,2%	52,0%	49,6%	53,6%	51,8%	52,6%	51,7%	
Resultado Neto (%)		n.a.	n.a.	n.a.	12,0%	15,1%	41,6%	26,4%	31,1%	39,9%	47,4%	47,0%	41,0%	46,3%	
PIE y CAPE															
IPC	69,47	71,69	73,13	74,15	76,30	79,35	81,50	84,76	86,11	88,87	92,16	94,64	98,62	100,00	
Capitalización Real	13.924	19.173	27.404	36.838	39.158	63.833	54.508	34.388	40.639	49.794	55.486	68.454	63.695	32.457	13,5%
Resultado Neto Real	1.271	1.131	1.593	1.920	2.288	2.813	2.900	2.028	2.586	3.153	4.130	5.004	6.212	5.020	14,1%
P/E	10,96	16,95	17,20	19,18	17,11	22,69	18,80	16,96	15,71	15,79	13,44	13,68	10,25	6,47	16,48
CAPE														8,98	
Valor Negocio Internacional														20.866	

Repsol

Totales	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(1996-07)
Num acciones (M)	300	300	300	300	1.188	1.221	1.221	1.221	1.221	1.221	1.221	1.221	1.221	1.221	
Colización (€)	23.89	29.93	39,07	45,5	23,02	17,02	16,38	12,6	15,46	19,16	24,67	26,2	24,38	15,1	
Capitalización (M €)	7.167	8.979	11.721	13.650	27.348	20.779	19.998	15.383	18.875	23.392	30.119	31.987	29.764	18.435	12,6%
Dividendo (M €)	319	344	361	397	499	610	256	378	488	610	733	879	1.221	1.282	11,8%
Datos por Acción Comparables (€)															
Precio	7,96	9,98	13,02	15,17	23,02	17,02	16,38	12,6	15,46	19,16	24,67	26,2	24,38	15,10	9,8%
BPA	0,79	0,89	0,84	0,97	0,97	2,03	0,84	1,60	1,65	1,60	2,55	2,56	2,61	2,23	10,5%
DPA	0,34	0,36	0,40	0,44	0,42	0,50	0,21	0,31	0,40	0,50	0,60	0,72	1,00	1,05	9,4%
Rent. Dividendo	4,45%	3,83%	3,08%	2,91%	1,82%	2,94%	1,28%	2,46%	2,59%	2,61%	2,43%	2,75%	4,10%	6,95%	2,7%
Payout	43,0%	40,4%	47,6%	45,4%	43,3%	24,6%	25,0%	19,4%	24,2%	31,3%	23,5%	28,1%	38,3%	47,1%	32,6%
Balance (M €)															
Patrimonio Neto	3.955	5.096	5.557	6.043	12.526	15.143	14.538	13.585	13.632	14.545	16.263	17.433	18.511	20.100	13,7%
Deuda Neta y Pref.	1.138	2.375	3.378	3.534	17.136	20.398	19.335	6.329	5.545	5.392	5.834	7.841	8.781	8.852	18,6%
Valor de Negocio	5.093	7.471	8.935	9.577	29.662	35.541	33.873	19.914	19.177	19.937	22.097	25.274	27.292	28.952	15,0%
Resultados (M €)															
Ingresos	15.294	16.659	19.287	18.989	26.295	45.742	43.653	36.490	37.206	41.689	50.797	55.080	55.923	60.975	11,4%
EBITDA	1.904	1.918	2.456	2.712	4.425	9.106	7.891	6.512	6.105	6.943	9.139	9.005	8.949	8.174	13,8%
EBIT	1.189	901	1.404	1.658	2.629	6.242	4.920	3.323	3.860	4.547	6.161	5.911	5.808	5.020	14,1%
Resultado Neto Dom.	707	717	758	875	1.011	2.429	1.025	1.952	2.020	1.950	3.120	3.124	3.188	2.711	13,4%
Internacionales (Latinoamérica)															
Ingresos	0	0	0	2.367	6.642	12.809	12.122	14.440	10.502	11.756	12.977	14.334	14.657	15.211	
EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.786	3.365	3.225	2.965	
EBIT	0	0	0	187	1.101	3.333	2.365	1.758	2.729	2.818	2.339	1.484	1.412	1.183	
Resultado Neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Div.Atrible	0	0	0	45	209	326	123	200	345	378	278	221	297	302	
Ingresos (%)	0,0%	0,0%	0,0%	12,5%	25,3%	26,5%	33,1%	28,8%	28,2%	28,2%	25,5%	26,0%	26,2%	24,9%	
EBITDA(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	41,4%	37,4%	36,0%	36,3%	
EBIT (%)	0,0%	0,0%	0,0%	11,3%	41,9%	53,4%	48,1%	52,9%	70,7%	62,0%	38,0%	25,1%	24,3%	23,6%	
Resultado Neto (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
P/E y CAPE															
IPC	69,47	71,69	73,13	74,15	76,30	79,35	81,50	84,76	86,11	88,87	92,16	94,64	98,62	100,00	
Capitalización Real	10,317	12,524	16,028	18,408	35,842	26,185	24,538	18,150	21,919	26,322	32,683	33,797	30,181	18,435	9,4%
Resultado Neto Real	1,018	1,000	1,037	1,180	1,325	3,061	1,258	2,303	2,346	2,194	3,386	3,301	3,233	2,711	10,1%
P/E	10,14	12,52	15,46	15,60	27,05	8,55	19,51	7,88	9,34	12,00	9,65	10,24	9,34	6,80	13,10
CAPE														7,34	
Valor Negocio Internacional (Latinoamérica)														4.689	

Iberdrola

Totales	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(1996-07)
Num acciones (M)	928	920	902	902	902	902	902	902	902	902	902	902	902	5.002	
Cotización (€)	6,67	11,06	12,05	15,96	13,76	13,35	14,62	13,35	15,67	18,7	23,09	33,12	10,4	6,54	
Capitalización (M €)	6.191	10.168	10.864	14.386	12.405	12.036	13.181	12.036	14.127	16.858	20.816	29.858	51.934	32.715	19,4%
Dividendo (M €)	338	362	383	401	423	444	482	521	550	606	692	802	940	1.636	8,9%
Datos por Acción Comparables (€)															
Precio	1,67	2,77	3,01	3,99	3,44	3,34	3,66	3,34	3,92	4,68	5,77	8,28	10,40	6,54	16,5%
BPA	0,14	0,16	0,17	0,18	0,20	0,24	0,25	0,27	0,29	0,34	0,38	0,46	0,53	0,58	11,8%
DPA	0,09	0,10	0,11	0,11	0,12	0,12	0,13	0,14	0,15	0,17	0,19	0,22	0,19	0,33	6,2%
Rent. Divid	5,46%	3,56%	3,53%	2,79%	3,41%	3,69%	3,66%	4,33%	3,89%	3,59%	3,32%	2,69%	1,81%	5,00%	3,4%
Payout	66,1%	62,3%	62,8%	60,3%	57,9%	52,1%	53,2%	54,1%	51,9%	50,0%	50,1%	48,3%	35,9%	56,0%	53,2%
Balance (M €)															
Patrimonio Neto	5.891	7.386	7.522	8.058	8.076	8.009	8.241	8.295	8.468	8.953	9.268	10.418	25.537	23.363	13,0%
Deuda Neta y Pref.	8.954	5.173	5.238	6.004	6.796	8.179	10.281	10.687	10.281	10.487	12.903	13.647	22.372	30.639	7,9%
Valor de Negocio	15.145	15.341	16.102	20.390	19.201	20.215	23.462	22.723	24.408	27.345	33.719	43.505	74.306	63.354	14,2%
Resultados (M €)															
Ingresos	4.923	5.019	5.263	6.005	6.375	7.199	8.328	9.864	9.818	10.678	12.235	11.253	17.943	25.196	11,4%
EBITDA	1.821	2.049	2.021	1.858	1.875	2.292	2.473	2.482	2.722	2.928	3.382	3.939	5.539	6.412	9,7%
EBIT	1.489	1.321	1.114	1.243	1.109	1.489	1.612	1.593	1.897	2.060	2.414	2.905	3.698	4.261	7,9%
Resultado Neto Dom.	511	581	610	665	730	852	906	963	1.060	1.211	1.382	1.660	2.354	2.860	13,6%
Internacionales															
Ingresos	0	0	0	0	0	53	861	861	974	1.357	2031	2352	8.397	13.523	
EBITDA	0	0	0	0	0	10	261	191	246	336	593	n.a.	n.a.	n.a.	
EBIT	0	0	0	0	0	-2	158	75	179	231	376	560,5	1.699	2.092	
Resultado Neto	0	0	0	0	0	40	60	-10	102	128	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Div.Attributable	0	0	0	0	0	21	32	-5	53	64	108	155	432	803	
Ingresos (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	10,3%	8,8%	9,9%	12,7%	16,6%	20,9%	46,8%	53,7%	
EBITDA(%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	10,6%	7,0%	9,0%	11,5%	17,5%	n.a.	n.a.	n.a.	
EBIT (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	9,8%	4,7%	9,4%	11,2%	15,6%	19,3%	45,9%	49,1%	
Resultado Neto (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,7%	6,6%	-1,0%	9,6%	10,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
P/E y CAPE															
IPC	69,47	71,69	73,13	74,15	76,30	79,35	81,50	84,76	86,11	88,87	92,16	94,64	98,62	100,00	
Capitalización Real	8.912	14.183	14.856	19.401	16.257	15.168	16.174	14.201	16.405	18.970	22.587	31.547	52.862	32.715	16,0%
Resultado Neto Real	736	810	834	897	957	1.074	1.112	1.136	1.231	1.363	1.500	1.754	2.387	2.860	10,3%
P/E	12,12	17,50	17,81	21,63	16,99	14,13	14,55	12,50	13,33	13,92	15,06	17,99	22,06	11,44	16,46
CAPE														21,28	
Valor Negocio Internacional														29.883	

Endesa														(1996-07)
Totales	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 (*)
Num acciones (M)	260	260	1.040	955	1.059	1.059	1.059	1.059	1.059	1.059	1.059	1.059	1.271	1.271
Cotización (€)	41,29	55,53	16,26	22,60	19,71	18,15	17,57	11,15	15,25	17,29	22,22	35,83	30,29	23,8331
Capitalización (M €)	10.736	14.439	16.908	21.577	20.868	19.216	18.602	11.805	16.146	18.306	23.525	37.935	38.485	30.280
Dividendo (M €)	290	437	481	505	624	688	647	723	744	782	2541	1736	1621	1.754
(*) Excluye el beneficio y dividendo extraordinario por la venta de renovables a Acciona														
Datos por Acción Comparables (€)														
Precio	10,14	13,64	15,97	20,38	19,71	18,15	17,57	11,15	15,25	17,29	22,22	35,83	28,16	22,60
BPA	0,87	0,96	0,96	1,10	1,21	1,33	1,40	1,20	1,24	1,19	3,01	2,80	2,53	2,54
DPA	0,28	0,42	0,46	0,53	0,59	0,65	0,61	0,68	0,70	0,74	2,40	1,64	1,53	1,38
Rent. Divid	2,70%	3,03%	2,84%	2,34%	2,99%	3,58%	3,48%	6,12%	4,61%	4,27%	10,80%	4,58%	4,21%	5,79%
Payout	32,6%	44,0%	48,1%	48,1%	48,8%	48,9%	43,7%	56,7%	56,5%	62,2%	79,7%	58,6%	60,5%	54,4%
Balance (M €)														
Patrimonio Neto	5.302	8.806	9.090	7.566	9.317	8.638	8.656	8.043	8.801	8.728	11.590	11.251	11.989	17.082
Deuda Neta y Pref.	3.436	7.131	8.510	10.345	20.940	20.882	23.751	22.747	17.250	18.698	18.281	19.840	21.412	14.063
Valor de Negocio	14.172	21.570	25.418	31.922	41.808	40.098	42.353	34.552	33.396	37.004	41.806	57.775	59.897	44.343
Resultados (M €)														
Ingresos	5.312	7.776	7.707	6.837	13.495	15.626	16.037	17.238	16.644	13.665	18.229	20.580	21.931	22.836
EBITDA	2.340	3.435	3.323	3.109	4.728	5.254	5.065	5.278	4.750	4.521	6.020	7.139	7.485	6.895
EBIT	1.600	2.248	2.001	1.899	2.885	3.005	3.127	3.582	3.144	2.846	4.244	5.239	5.596	5.234
Resultado Neto Dom.	901	992	1.002	1.097	1.278	1.407	1.479	1.270	1.312	1.253	3.182	2.969	2.675	3.226
Internacionales														
Ingresos	0	0	0	0	4.144	5.169	5.325	5.844	5.660	6.933	8.952	10.490	11.494	9.347
EBITDA	0	0	0	0	n/a	1.962	2.086	1.998	1.868	2.057	2.765	3.304	3.655	2.965
EBIT	0	0	0	0	884	1.302	1.423	1.418	1.339	1.424	1.994	2.534	2.878	2.400
Resultado Neto	0	0	0	0	-53	406	489	-260	136	292	736	955	1160	1335
Div.Atribuible	0	0	0	0	-26	199	214	-148	77	182	588	558	703	726
Ingresos (%)														
EBITDA(%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,7%	33,1%	33,2%	33,9%	34,0%	50,7%	49,1%	51,0%	52,4%	40,9%
EBIT(%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	n/a	37,3%	41,2%	37,9%	39,3%	48,5%	45,9%	46,3%	48,8%	43,0%
EBIT (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	30,6%	43,3%	45,5%	39,6%	42,6%	50,0%	47,0%	48,4%	51,4%	45,9%
Resultado Neto (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-4,1%	28,9%	33,1%	-20,5%	10,4%	23,3%	23,1%	32,2%	43,4%	41,4%
PIE y CAPE														
IPC	69,47	71,69	73,13	74,15	76,30	79,35	81,50	84,76	86,11	88,87	92,16	94,64	98,62	100,00
Capitalización Real	15.453	20.140	23.121	29.098	27.349	24.216	22.826	13.928	18.750	20.599	25.527	40.082	39.024	30.280
Resultado Neto Real	1.296	1.384	1.370	1.480	1.675	1.773	1.815	1.498	1.524	1.410	3.453	3.137	2.712	3.226
P/E	11,92	14,55	16,87	19,67	16,33	13,66	12,58	9,30	12,31	14,61	7,39	12,78	14,39	9,39
CAPE														13,63
Valor Negocio Internacional														
18.190														
8,0%														
6,3%														
13,70														

Gas Natural

Totales	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(1996-07)
Núm acciones (M)	447,8	447,8	447,8	447,8	447,8	447,8	447,8	447,8	447,8	447,8	447,8	447,8	447,8	448	
Cotización (€)	9,47	15,13	15,83	30,95	22,87	19,4	18,7	18,07	18,55	22,76	23,66	29,99	40,02	19,29	
Capitalización (M €)	4.239	6.773	7.087	13.859	10.241	8.697	8.373	8.091	8.306	10.191	10.594	13.428	17.920	8.638	12,8%
Dividendo (M €)	45	58	67	81	107	125	148	179	269	296	368	451	510	663	22,5%
Datos por Acción Comparables (€)															
Precio	9,47	15,13	15,83	30,95	22,87	19,4	18,7	18,07	18,55	22,76	23,66	29,99	40,02	19,29	12,8%
BPA	0,48	0,65	0,68	0,78	0,95	1,11	1,27	1,80	1,27	1,43	1,67	1,91	2,14	2,36	13,3%
DPA	0,10	0,13	0,15	0,18	0,24	0,28	0,33	0,40	0,60	0,71	0,84	0,98	1,14	1,48	22,5%
Rent. Divid	1,06%	0,86%	0,95%	0,58%	1,05%	1,44%	1,76%	2,21%	3,23%	3,12%	3,55%	3,27%	2,85%	7,68%	2,1%
Payout	20,8%	20,0%	22,1%	23,0%	25,1%	25,2%	25,9%	22,2%	46,0%	46,1%	49,1%	52,7%	53,2%	62,7%	34,2%
Balance (M €)															
Patrimonio Neto	1.130	1.952	2.234	2.521	2.887	3.283	3.678	3.993	4.308	4.571	5.411	5.652	6.070	6.376	15,0%
Deuda Neta y Pref.	629	1.583	2.131	2.105	2.651	3.665	3676	2.589	2.472	2.856	3.816	3.218	3.864	4.764	16,3%
Valor de Negocio	4.867	8.356	9.218	15.964	12.892	12.362	12.049	10.680	10.778	13.047	14.410	16.646	21.784	13.402	13,3%
Resultados (M €)															
Ingresos	1.832	2.055	2.640	2.763	3.271	5.005	5.648	5.355	5.713	6.353	8.635	10.472	10.093	13.544	15,3%
EBITDA	571	672	794	907	1.140	1.360	1.484	1.368	1.202	1.335	1.519	1.912	2.277	2.564	12,2%
EBIT	410	499	502	593	738	922	1.019	907	799	862	969	1.263	1.567	1.794	11,8%
Resultado Neto Dom.	215	291	304	351	426	497	571	806	585	642	749	855	959	1.057	13,3%
Internacionales															
Ingresos	285	382	382	459	541	1.039	1.187	748	780	1.308	1782	1964	2169	3.642	
EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	350	141	160	450	582	660	677	838	
EBIT	n/a	n/a	n/a	83	140	238	235	68	93	350	407	450	462	576	
Resultado Neto *															
Div.Atribuible	7	11	10	11	20	32	34	13	31	120	155	161	150	213	
Ingresos (%)	15,5%	18,6%	14,5%	16,6%	16,5%	20,8%	21,0%	14,0%	13,7%	20,6%	20,6%	18,8%	21,5%	26,9%	
EBITDA(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10,3%	13,3%	33,7%	38,3%	34,5%	29,7%	32,7%	
EBIT (%)	n/a	n/a	n/a	14,0%	19,0%	25,9%	23,1%	7,5%	11,6%	40,6%	42,0%	35,6%	29,5%	32,1%	
Resultado Neto (%)															
PIE y CAPE															
IPC	69,47	71,69	73,13	74,15	76,30	79,35	81,50	84,76	86,11	88,87	92,16	94,64	98,62	100,00	
Capitalización Real	6.101	9.447	9.691	18.690	13.422	10.960	10.274	9.546	9.646	11.468	11.496	14.188	18.171	8.638	9,5%
Resultado Neto Real	309	406	416	473	558	626	701	951	679	722	813	903	972	1.057	10,0%
P/E	19,71	23,27	23,31	39,48	24,04	17,50	14,66	10,04	14,20	15,87	14,14	15,71	18,69	8,17	19,24
CAPE														10,82	
Valor Negocio Internacional														3.672	

Unión Fenosa

Totales	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(1996-07)
Num acciones (M)	291.0	291.0	304.7	304.7	304.7	304.7	304.7	304.7	304.7	304.7	304.7	304.7	304.7	914	
Cotización (€)	4.39	8.38	8.77	14.75	17.34	19.55	18.18	12.55	14.89	19.35	31.43	37.50	46.19	17.68	
Capitalización (M €)	1.277	2.439	2.672	4.494	5.283	5.957	5.539	3.824	4.537	5.896	9.577	11.426	14.073	16.160	22.1%
Dividendo (M €)	79	87	98	101	104	121	134	148	155	168	181	232	316	594	12.2%
Datos por Acción Comparables (€)															
Precio	1.46	2.67	2.92	4.92	5.78	6.52	6.06	4.18	4.96	6.45	10.48	12.50	15.40	17.68	21.7%
BPA	0.13	0.15	0.15	0.18	0.23	0.26	0.32	0.38	0.41	0.41	0.90	0.69	1.08	1.31	19.3%
DPA	0.09	0.10	0.11	0.11	0.11	0.13	0.15	0.16	0.17	0.18	0.20	0.25	0.35	0.65	11.8%
Rent. Divid	6.2%	3.6%	3.7%	2.2%	2.0%	2.0%	2.4%	3.9%	3.4%	2.8%	1.9%	2.0%	2.2%	3.68%	2.7%
Payout	69.9%	65.4%	69.9%	60.5%	48.6%	51.6%	45.7%	42.9%	41.6%	44.6%	22.0%	36.5%	32.0%	49.6%	46.8%
Balance (M €)															
Patrimonio Neto	1.841	2.748	2.397	2.378	2.752	2.748	3.112	3.128	3.061	3.290	3.924	5.067	6.272	6.512	10.8%
Deuda Neta y Pref.	3.093	2.931	2.988	2.951	2.202	4.361	6.724	7.235	5.949	5.555	6.077	6.200	5.680	6.744	5.2%
Valor de Negocio	4.370	5.370	5.660	7.445	7.485	10.318	12.263	11.059	10.486	11.451	15.654	17.626	19.753	22.904	13.4%
Resultados (M €)															
Ingresos	2.167	2.113	2.236	1.952	3.261	4.464	6.303	6.279	5.963	4.465	6.098	6.057	5.995	7.189	8.8%
EBITDA	763	791	795	737	886	1.056	1.333	1.382	1.368	1.229	1.477	1.907	2.052	2.280	8.6%
EBIT	455	464	496	464	546	640	762	764	776	763	924	1.307	1.466	1.675	10.2%
Resultado Neto Dom.	113	133	140	167	214	235	293	345	373	377	824	635	986	1.194	19.8%
Internacionales															
Ingresos	18	23	38	73	301	1.012	2.324	1.971	1.909	1.929	2.233	2.439	2.566	3.043	
EBITDA	n.a.	n.a.	8	19	53	174	393	394	430	372	433	502	521	569	
EBIT	n.a.	n.a.	7	12	30	83	151	149	190	236	277	333	365	419	
Resultado Neto	n.a.	n.a.	1	3	3	17	47	90	64	81	57	63	104	111	
Div.Atributable	1	1	1	2	1	16	21	39	27	36	13	23	33	55	
Ingresos (%)	0.8%	1.1%	1.7%	3.7%	9.2%	22.7%	36.9%	31.4%	32.0%	43.2%	36.6%	40.3%	42.8%	42.3%	
EBITDA(%)	n.a.	n.a.	1.0%	2.6%	6.0%	16.4%	29.5%	28.5%	31.4%	30.3%	29.3%	26.3%	25.4%	25.0%	
EBIT (%)	n.a.	n.a.	1.4%	2.6%	5.5%	13.0%	19.8%	19.5%	24.5%	30.9%	30.0%	25.5%	24.9%	25.0%	
Resultado Neto (%)	n.a.	n.a.	0.8%	1.7%	1.3%	7.4%	16.0%	26.1%	17.2%	21.5%	6.9%	9.9%	10.5%	9.3%	
P/E y CAPE															
IPC	69.47	71.69	73.13	74.15	76.30	79.35	81.50	84.76	86.11	88.87	92.16	94.64	98.62	100.00	
Capitalización Real	1.839	3.401	3.654	6.061	6.924	7.507	6.797	4.512	5.269	6.635	10.392	12.073	14.270	16.160	18.6%
Resultado Neto Real	163	186	192	225	281	296	360	407	433	424	894	671	1.000	1.194	16.3%
P/E	11.31	18.34	19.05	26.90	24.68	25.38	18.91	11.08	12.16	15.64	11.62	17.99	14.27	13.53	18.00
CAPE														27.12	
Valor Negocio Internacional														3.070	

Abertis															
Datos 1996-98 corresponden a Accesa															
Totales	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(1996-07)
Num acciones (M)	218	229	240	252	265	278	292	309	488	514	542	571	638	670	
Capitalización (€)	8.29	10.76	12.29	14.18	9.65	9.31	11.19	10.80	11.99	12.04	11.26	12.50	22.04	12.6	18,6%
Capitalización (M €)	1808	2.462	2.954	3.578	2.557	2.590	3.269	3.333	5.853	8.334	11.523	12.847	14.071	8.446	11,8%
Dividendo (M €)	98	103	108	114	119	125	132	156	237	264	290	304	376	402	
Datos por Acción Comparables (€)															
Precio	4,41	6,00	7,09	8,68	6,22	6,30	7,95	8,06	9,39	13,33	18,37	20,41	20,99	12,60	13,9%
BPA	0,62	0,61	0,62	0,56	0,56	0,59	0,59	0,63	0,73	0,81	0,87	0,93	1,07	0,92	4,6%
DPA	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45	0,51	0,49	0,51	0,53	0,53	0,59	0,60	2,3%
Rent. Divid	5,4%	4,2%	3,7%	3,2%	4,7%	4,8%	4,0%	4,7%	4,1%	3,2%	2,5%	2,4%	2,7%	4,76%	3,7%
Payout	72,6%	73,7%	73,2%	80,2%	79,9%	76,7%	76,7%	80,0%	66,9%	63,1%	61,7%	57,4%	55,1%	65,1%	70,4%
Balance (M €)															
Patrimonio Neto	843	1.575	1.618	1.649	1.681	1.721	1.765	2.033	3.107	2.862	2.960	3.453	3.891	3.373	13,6%
Deuda Neta y Pref.	191	168	169	114	473	1.154	1.227	2.521	3.611	3.466	4.211	11.386	12.510	14.328	41,7%
Valor de Negocio	1.999	2.631	3.123	3.692	3.030	3.744	4.496	5.854	9.464	11.800	15.734	24.233	26.581	22.774	24,1%
Resultados (M €)															
Ingresos	338	355	386	414	471	550	710	794	1.283	1.549	1.906	3.335	3.620	3.679	21,9%
EBITDA	249	263	290	313	340	385	476	534	915	1.050	1.204	2.099	2.269	2.256	20,2%
EBIT	225	239	260	247	266	296	359	402	695	740	833	1.343	1.485	1.448	17,0%
Resultado Neto Dom.	135	140	148	142	149	163	172	195	355	419	469	530	682	618	14,4%
Internacionales															
Ingresos		0	0	0	0	24	106	50	64	77	343	1.599	1.731	1.773	
EBITDA		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	63	132	904	1.013	1.010	
EBIT		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Resultado Neto *		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Div.Atribuible	0	0	0	0	0	5	20	10	12	13	32	131	168	180	
Ingresos (%)		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,3%	14,9%	6,3%	5,0%	5,0%	18,0%	47,9%	47,8%	48,2%	
EBITDA(%)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,0%	11,0%	43,1%	44,6%	44,8%	
EBIT (%)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Resultado Neto (%)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
P/E y CAPE															
IPC	69,47	71,69	73,13	74,15	76,30	79,35	81,50	84,76	86,11	88,87	92,16	94,64	98,62	100,00	
Capitalización Real	2.603	3.435	4.040	4.826	3.351	3.264	4.011	3.932	6.797	9.378	12.504	13.574	14.267	8.446	15,2%
Resultado Neto Real	194	195	202	191	195	205	211	230	412	471	509	560	692	618	11,2%
P/E	13,39	17,59	19,96	25,22	17,16	15,89	19,01	17,09	16,49	19,89	24,57	24,24	20,63	13,67	19,81
CAPE														20,58	
Valor Negocio Internacional														5.694	

	Ferrovial												(1996-07)
	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Totales													
Num acciones (M)	140	140	140	140	140	140	140	140	142				
Cotización (€)	58.50	73.95	48.12	39.32	27.78	24.15	19.69	13.60	14.40				
Capitalización (M €)	8.205	10.373	6.750	5.515	3.897	3.387	2.762	1.908	2.047				
Dividendo (M €)	161	140	126	115	84	94	58	39	28				
Datos por Acción Comparables (€)													
Precio	58.50	73.95	48.12	39.32	27.78	24.15	19.69	13.60	14.40				
BPA	5.24	3.94	2.97	3.77	2.43	3.25	1.56	1.14	0.78				
DPA	1.15	1.00	0.90	0.82	0.60	0.67	0.41	0.28	0.20				
Rent. Divid	2.0%	1.4%	1.9%	2.1%	2.2%	2.8%	2.1%	2.1%	1.4%				
Payout	21.9%	25.4%	30.3%	21.8%	24.7%	20.6%	26.3%	24.6%	25.6%				
Balance (M €)													
Patrimonio Neto	6.848	6.662	2.968	2.518	1.754	1.495	1.198	1.050	928	589	522	456	352
Deuda Neta y Pref.	30.565	32.434	8.857	5.314	5.520	882	925	1.232	1.317	380	-342	-109	-167
Valor de Negocio	38.770	42.807	15.607	10.829	9.417	4.269	3.687	3.140	3.364				
Resultados (M €)													
Ingresos	14.630	12.355	8.321	7.254	6.292	5.040	4.340	3.598	2.645	2.362	1.940	1.593	1.191
EBITDA	3.044	2.324	1.131	1.065	886	652	463	360	280	203	127	146	57
EBIT	1.911	1.458	871	717	615	485	374	271	195	122	51	43	22
Resultado Neto Dom.	734	1.426	416	529	341	456	218	159	111	85	70	49	19
Internacionales													
Ingresos	9.332	7.243	3.578	2.677	1.971	1.439	1.419	1.148	370	260			
EBITDA	2.426	1.709	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
EBIT	1.452	1.072	404	299	n.a.	n.a.	n.a.	100	n.a.	0			
Resultado Neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
Div.Atribuible	123	103	58	48	26	27	19	15	4				
Ingresos (%)	63.8%	58.6%	43.0%	36.9%	31.3%	28.6%	32.7%	31.9%	14.0%	11.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBITDA(%)	79.7%	73.5%	n/a	n/a	n/a	n/a	n.a.	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT (%)	76.0%	73.5%	46.3%	41.7%	n.a.	n.a.	n.a.	37.0%	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Resultado Neto (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%	0.0%
PIE y CAPE													
IPC	100.00	94.64	92.16	88.87	86.11	84.76	81.50	79.35	76.30	74.15	73.13	71.69	69.47
Capitalización Real	5.515	10.960	7.324	6.206	4.525	3.997	3.389	2.404	2.682	0	0	0	0
Resultado Neto Real	351	1.507	744	595	396	538	267	200	145	115	96	68	27
P/E	15.71	7.27	16.22	10.43	11.44	7.43	12.67	12.00	18.44	0.00	0.00	0.00	0.00
CAPE	10.62												
Valor Negocio Internacional	2.918												

FCC															
Totales	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(1996-07)
Num acciones (M)	15,2	15,2	60,1	60,1	120,1	120,1	120,1	130,6	130,6	130,6	130,6	130,6	130,6	127	
Cotización (€)	27,95	34,86	34,86	63,41	20,20	20,20	23,25	21,39	29,23	35,42	47,89	77,18	51,39	23,33	18,1%
Capitalización (M €)	839	1,092	2,093	3,808	2,426	2,426	2,792	2,794	3,818	4,626	6,254	10,080	6,711	2,970	19,9%
Dividendo (M €)	26	28	28	47	53	56	62	72	93	178	212	268	278	200	21,7%
Datos por Acción Comparables (€)															
Precio	6,99	9,09	17,43	31,70	20,20	20,20	23,25	21,39	29,23	35,42	47,89	77,18	51,39	23,33	18,1%
BPA	0,64	0,65	0,70	0,82	1,47	1,80	2,01	2,09	2,36	3,22	2,78	4,10	5,65	2,62	19,9%
DPA	0,22	0,23	0,23	0,39	0,44	0,47	0,52	0,55	0,71	1,36	1,62	2,05	2,13	1,57	20,9%
Rent. Divid	3,1%	2,6%	1,3%	1,2%	2,2%	2,3%	2,2%	2,6%	2,4%	3,8%	3,4%	2,7%	4,1%	6,73%	2,6%
Payout	34%	36%	33%	47%	30%	26%	26%	26%	30%	42%	58%	50%	38%	59,8%	36,9%
Balance (M €)															
Patrimonio Neto	636	713	786	869	1,027	1,202	1,291	1,645	1,846	2,608	2,447	2,608	2,686	2,549	12,8%
Deuda Neta y Pref.	-164	-214	-287	-46	429	266	287	650	546	270	403	5,204	7,967	6,893	29,3%
Valor de Negocio	675	878	1,806	3,762	2,855	2,692	3,079	3,444	4,364	4,896	6,657	15,284	14,678	9,863	
Resultados (M €)															
Ingresos	2,523	2,663	2,912	3,303	3,829	4,468	5,173	5,497	6,050	6,349	7,090	9,481	13,880	14,019	15,3%
EBITDA	306	316	344	427	555	658	728	741	804	842	989	1,387	2,042	1,631	17,2%
EBIT	195	196	209	262	391	434	476	498	519	565	656	881	1,299	946	17,1%
Resultado Neto Dom.	77	78	84	99	177	216	241	273	309	421	363	536	738	334	20,7%
Internacionales															
Ingresos	0	0	0	0	0	0	0	759	638	651	703	1,718	4,996	5,743	
EBITDA	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	
EBIT	n.a.	n.a.	n.a	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Resultado Neto *	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Div.Atribuible	0	0	0	0	0	0	0	10	10	18	21	49	100	82	
Ingresos (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	13,8%	10,5%	10,3%	9,9%	18,1%	36,0%	41,0%	
EBITDA(%)															
EBIT (%)															
Resultado Neto (%)															
PIE y CAPE															
IPC	69,47	71,69	73,13	74,15	76,30	79,35	81,50	84,76	86,11	88,87	92,16	94,64	98,62	100,00	
Capitalización Real	1,208	1,523	2,862	5,135	3,179	3,057	3,426	3,297	4,434	5,205	6,786	10,650	6,805	2,970	15,5%
Resultado Neto Real	111	109	115	134	232	272	296	322	358	474	394	566	748	334	17,2%
P/E	10,85	13,94	24,92	38,46	13,71	11,25	11,59	10,23	12,37	10,99	17,23	18,81	9,09	8,89	16,05
CAPE															
Valor Negocio Internacional														7,43	
														1,017	

Telefónica															
Totales	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	(1996-07)
Num acciones (M)	941	941	941	1.027	3.263	4.341	4.672	4.861	4.956	4.956	4.921	4.921	4.773	4.646	
Cotización (€)	10,10	18,12	26,14	37,92	24,80	17,60	15,03	8,53	11,64	13,86	12,71	16,12	22,22	15,85	22,3%
Capitalización (M €)	9.486	17.024	24.562	39.645	80.918	76.396	70.219	41.461	57.687	68.689	62.548	79.329	106.067	74.570	21,0%
Dividendo (M €)	429	503	628	0	0	0	0	1.239	1.834	2.461	2.707	3.103	4.234	4.564	
Datos por Acción Comparables (€)															
Precio	2,71	4,89	7,40	10,69	21,83	15,49	13,76	8,20	11,64	13,86	12,71	16,12	22,22	15,85	19,2%
BPA	0,28	0,34	0,40	0,42	0,55	0,58	0,45	0,25	0,44	0,57	0,90	1,27	1,87	1,63	17,0%
DPA	0,15	0,18	0,22	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,37	0,50	0,55	0,63	0,89	0,98	15,8%
Rent. Divid	5,61%	3,64%	3,01%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	3,11%	3,18%	3,58%	4,33%	3,91%	3,99%	6,20%	2,4%
Payout	53,6%	52,2%	55,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	NM	83,2%	86,7%	60,9%	49,8%	47,5%	60,1%	39,6%
Balance (M €)															
Patrimonio Neto	9.294	11.201	11.968	13.500	14.485	25.931	25.862	16.996	16.756	16.225	12.733	17.178	20.175	19.562	6,7%
Deuda Neta y Pref.	10.470	11.067	14.942	18.800	19.211	20.824	26.850	28.941	22.533	20.720	30.672	53.228	47.241	42.733	13,4%
Valor de Negocio	19.956	28.091	39.504	58.445	100.129	97.220	97.069	70.402	80.220	89.409	93.220	132.557	153.308	117.303	18,5%
Resultados (M €)															
Ingresos	10.461	12.056	14.203	17.466	22.957	28.486	31.789	28.939	28.931	30.380	37.882	52.901	56.441	57.946	15,1%
EBITDA	5.227	6.624	7.591	9.260	10.885	11.919	11.664	10.673	11.941	12.222	15.277	19.126	22.825	22.919	13,1%
EBIT	2.150	3.361	3.769	4.773	4.582	4.457	4.213	3.838	5.673	6.556	8.559	9.421	13.388	13.873	16,5%
Resultado Neto Dom.*	801	963	1.142	1.308	1.805	2.505	2.107	116	2.204	2.837	4.446	6.233	8.906	7.592	22,2%
Normalizado en 2002. Reportado: -5.577M €															
Internacionales															
Ingresos	1.689	1.993	2.663	5.367	9.709	12.584	10.137	11.074	10.676	11.873	16.616	31.248	34.536	36.482	28,6%
EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.749	3.809	3.824	5.904	10.279	12.098	12.625	
EBIT	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	3.209	5.153	5.944	
Resultado Neto	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	
Div. Atribuible	69	83	118	0	0	0	0	435	585	770	1.046	1.057	1.630	1.955	
Ingresos (%)	16,1%	16,5%	18,7%	30,7%	42,3%	44,2%	31,9%	38,3%	36,9%	39,1%	43,9%	59,1%	61,2%	63,0%	
EBITDA(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	35,1%	31,9%	31,3%	38,6%	53,7%	53,0%	55,1%	
EBIT (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	34,1%	38,5%	42,8%	
Resultado Neto (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	
P/E y CAPE															
IPC	69,47	71,69	73,13	74,15	76,30	79,35	81,50	84,76	86,11	88,87	92,16	94,64	98,62	100,00	
Capitalización Real	13.655	23.745	33.588	53.465	106.050	96.273	86.162	48.918	66.990	77.293	67.872	83.818	107.552	74.570	18,8%
Resultado Neto Real*	1.153	1.343	1.562	1.764	2.366	3.157	2.585	137	2.559	3.192	4.824	6.586	9.031	7.592	18,7%
P/E	11,84	17,68	21,51	30,31	44,83	30,50	33,33	357,42	26,17	24,21	14,07	12,73	11,91	9,82	23,75
CAPE														17,74	
Valor Negocio Internacional														57.713	